

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE MARINGÁ
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

MARA CRISTINA PIOVESAN CORTEZIA

**RELAÇÃO ENTRE OS PRINCÍPIOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS
INDICADORES DE DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO NAS EMPRESAS
NÃO FINANCEIRAS LISTADAS NO SEGMENTO NOVO MERCADO DA B3**

**MARINGÁ
2018**

MARA CRISTINA PIOVESAN CORTEZIA

**RELAÇÃO ENTRE OS PRINCÍPIOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS
INDICADORES DE DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO NAS EMPRESAS
NÃO FINANCEIRAS LISTADAS NO SEGMENTO NOVO MERCADO DA B3**

Dissertação apresentada à Universidade Estadual
de Maringá, como requisito parcial para a
obtenção do título de mestre.

Orientador: Prof. Dr. Romildo de Oliveira Moraes

**MARINGÁ
2018**

	PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS – PCO UNIVERSIDADE ESTADUAL DE MARINGÁ – UEM	
	Centro de Ciências Sociais Aplicadas Departamento de Ciências Contábeis Av. Colombo, 5.790 – Bloco C-23 – Sala 003 Zona 07 – CEP: 87020-900 – Maringá – Pr. Telefone: (44) 3011-6025 e-mail: sec-pco@uem.br	

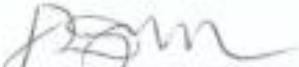
ATA DE DEFESA PÚBLICA

Aos vinte e sete dias do mês de setembro do ano de dois mil e dezoito, às quatorze horas e trinta minutos, realizou-se nas dependências da Universidade Estadual de Maringá, a defesa pública da Dissertação de Mestrado, sob o título: **"Relação entre os Princípios de Governança Corporativa e os Indicadores de Desempenho Econômico-Financeiro nas Empresas Não Financeiras Listadas no segmento Novo Mercado da B3."**, de autoria de **Mara Cristina Piovesan Cortezia**, aluna do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – Mestrado – Área de Concentração: Controladoria, linha de pesquisa: Contabilidade para Usuários Externos.

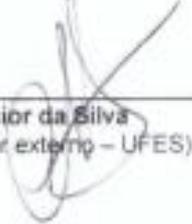
Nome do membro da banca	Função	IES
Prof. Dr. Romildo de Oliveira Moraes	Presidente	PCO/UEM
Prof. Dr. José Braz Hercos Junior	Membro examinador	DCC/UEM
Prof. Dr. Annor Junior da Silva	Membro examinador	UFES

Concluídos os trabalhos de apresentação e arguição, a candidata foi **APROVADA** pela Banca Examinadora, devendo, em um prazo máximo de **30 dias**, encaminhar à coordenação do programa, dois CDs contendo cada um arquivo em formato digital da dissertação completa, para serem distribuídos da seguinte forma: um na Secretaria do PCO e outro na Biblioteca Central da UEM. E, para constar, foi lavrada a presente Ata, que vai assinada pelo Coordenador do Programa e pelos membros da Banca Examinadora.

Maringá, 27 de setembro de 2018.


 Prof. Dr. Romildo de Oliveira Moraes
 (Presidente)


 Prof. Dr. José Braz Hercos Junior
 (Membro examinador interno)


 Prof. Dr. Annor Junior da Silva
 (Membro examinador externo – UFES)

Universidade Estadual de Maringá
 Programa de Pós-Graduação
 em Ciências Contábeis
CONFERE COM O ORIGINAL
 14 / 10 / 18
 Nome do Responsável (legível)
 Matrícula: 31022 RG 332308-0


 Prof. Dr. Simone Leticia Raimundini Sanches
 Coordenadora do PCO

AGRADECIMENTOS

À Deus, por sempre iluminar meu caminho.

Aos meus pais, Angelina e Maximiro Piovesan (*in memoriam*), fonte de inspiração e responsáveis por minhas vitórias ao longo da minha vida.

Ao meu esposo Helenton Fernando Cortezia companheiro de dez anos, cúmplice, colaborador e testemunha de cada passo dessa conquista.

À toda minha família que compreendeu a minha ausência, em especial minha irmã Fernanda.

Aos meus colegas do Mestrado, em especial ao Marcos Paulo Rodrigues de Souza, Claudiomiro Marques, Fernanda Mazzaro Mucillo, Matheus Henrique Delmonaco e Daniela Carnélos, com quem pude contar nas trocas de conhecimento e experiência e, principalmente, pela força em chegarmos à reta final do Programa.

Aos professores Marguit Neumann, José Braz Hercos Junior e Annor Junior da Silva pela participação na banca examinadora e, sobretudo, pelas valiosas sugestões oferecidas para o aprimoramento desta dissertação.

Aos queridos professores do Mestrado com quem tive a oportunidade de aprender e que me fizeram “subir um degrau a mais” no universo acadêmico.

À Margarete da Secretaria Acadêmica do PCO/UEM, pela simpatia, presteza e auxílio, que imperaram nos momentos solicitados.

À Ana, Edmilson, Nilson, Alceu, Andrea e Iasmini que sempre tinham um palavra de apoio para me incentivar nessa jornada.

E, principalmente ao meu orientador, Professor Doutor Romildo de Oliveira Moraes, que me acolheu como orientanda da minha Dissertação, me apoiou nos momentos difíceis que passei este ano e que com seu aconselhamento, humanidade e compreensão me permitiu chegar até aqui.

*“Aprender é a única coisa de que
a mente nunca se cansa, nunca tem
medo e nunca se arrepende”*

Leonardo Da Vinci.

RESUMO

Cortezia, M. C. P. (2018). *Relação entre os princípios de governança corporativa e os indicadores de desempenho econômico-financeiro nas empresas não financeiras listadas no segmento novo mercado da B3*. Dissertação de Mestrado, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade Estadual De Maringá, Maringá, PR, Brasil.

Este estudo objetivou analisar a relação entre os princípios de Governança Corporativa e os indicadores de desempenho econômico-financeiro das empresas do segmento Novo Mercado da B3 no período de 2011 a 2017. Para tanto foram definidos os princípios de transparência, equidade, prestação de Contas e Responsabilidade Corporativa com variáveis independentes, e os indicadores financeiros ROE, ROA, EBTIDA modificado, Q-Tobin e Valor Econômico da Empresa como variáveis dependentes. A estratégia adotada para a coleta de dados foi um protocolo de pesquisa para as variáveis independentes, e dados coletados na Economatica para as variáveis dependentes e dados financeiros. O tratamento estatístico foi realizado pela análise descritiva e regressão de dados em painel. A análise descritiva permitiu mensurar os princípios de Governança Corporativa e também calcular as medias e desvios padrão dos índices econômicos financeiros em análise. Os dados em painel buscou relacionar os princípios com os índices confirmando ou refutando as hipóteses apresentadas. Os achados dos dados em painel desse estudo foram: 1. O princípio da transparência que apresenta influência negativa significativa na variável dependente EBTMOD, isto é, quanto maior a pontuação de transparência, menor tende a ser o EBTMOD. 2. O princípio da transparência, apresenta influência negativa significativa na variável dependente ROA – Retorno do Ativo, isto é, quanto maior a pontuação de transparência, menor tende a ser o ROA. 3. O princípio da transparência, apresenta influência positiva significativa na variável dependente Valor Econômico da Empresa, isto é, quanto maior a pontuação de transparência, maior tende a ser o Valor Econômico da Empresa. O protocolo de pesquisa por meio da análise descritiva permitiu mensurar os princípios de GC: Transparência, Equidade, Prestação de Contas e Responsabilidade Corporativa. Por fim, pode-se concluir que no período analisado de 2011 a 2017, apesar de não haver relação estatisticamente significativa entre os princípios mensurados e os indicadores financeiros, o que pode ser explicado parcialmente pela economia em recessão, nota-se que as empresas do Novo Mercado da B3, buscaram manter nesse período a estrutura de Governança Corporativa no intuito de manter o relacionamento com o mercado investidor buscando maximizar os recursos disponíveis.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Mensuração. Princípios de Governança Corporativa.

ABSTRACT

Cortezia, M. C. P. (2018). The relation among the principles of corporate governance and the economic-financial performance indicators of non-financial companies listed in the Novo Mercado segment of B3. Master's dissertation, Accounting Post-Graduation program, Maringá State University, Maringá, PR, Brazil.

This study aimed to analyze the relation among the principles of Corporate Governance and economic-financial performance indicators of non-financial companies listed in the Novo Mercado segment of B3 in the period of 2011 to 2017. Therefore, principles of transparency, equity, accountability and Corporate Responsibility were defined as independent variables and the financial indicators of ROE, ROA, modified EBTIDA, Q-Tobin and Economic Value of the company were defined as dependent variables. The adopted strategy for data collection was a research protocol for the independent variables and data collected in Economatica for the dependent variables and financial data. The statistical treatment was done by descriptive analysis and panel data regression. The descriptive analysis made it possible to measure the principals of Corporate Governance and also calculate the means and standard deviation of the analyzed economic and financial indicators. The panel data aimed to relate the principles with the indicators confirming or refuting the presented hypotheses. The findings of the panel data of this study were: 1. The principle of transparency presents significant negative influence on the dependent variable EBTMOD, that is, the higher the score of transparency, the less tends to be the EBTMOD. 2. The principle of transparency presents significant negative influence on the dependent variable ROA – Return on Assets, that is, the higher the score of transparency, the lower tends to be the ROA. 3. The principle of transparency presents significant positive influence on the dependent variable Economic Value of the Company, that is, the higher the score of transparency, the higher tends to be the Economic Value of the Company. The research protocol by means of descriptive analysis permitted the measurement of CG principles: Transparency, Equity, Accountability and Corporate Responsibility. Lastly, it is possible to conclude that in the analyzed period of 2011 to 2017, although there is no statistically significant relation among the measured principles and the financial indicators, which can be partially explained by the economic recession, we note that the companies in the Novo Mercado of B3 sought in this period to keep the structure of Corporate Governance with the intent of maintaining the relationship with the investor market aiming at the maximization of the available resources.

Keywords: Corporate Governance. Measurement. Corporate Governance Principles.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Constructo da Pesquisa	20
Figura 2 - Estrutura da Dissertação	28
Figura 3 - Sistema de Governança Corporativa	34
Figura 4 - Estrutura da Governança Corporativa	39
Figura 5 – Alfa de Conbrach	63
Quadro 1 - Estudos Anteriores	23
Quadro 2 – Princípios de Governança Corporativa no Brasil	37
Quadro 3 – Componentes do Conselho de Administração.....	41
Quadro 4 - Recomendações sobre Governança Corporativa do IBGC e da CVM	43
Quadro 6 - Protocolo para Pesquisa Documental.....	54
Quadro 7 - Variáveis Independentes	56
Quadro 8 - Variáveis Dependentes.....	57
Quadro 9 - Variáveis de Controle.....	58
Quadro 10 - Hipóteses da Pesquisa	59
Quadro 11 – Questões Não atendidas.....	72
Quadro 11 – Relação dos princípios de GC com os indicadores financeiros.....	83

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Princípios de Governança Corporativa da OECD	35
Tabela 2 - Amostra Final	52
Tabela 3 – Indicadores Macroeconômicos	66
Tabela 4 – Médias (e desvios padrões) das variáveis financeiras avaliadas, de 2011 a 2017..	67
Tabela 5 – Médias (e desvios padrões) das variáveis de controle avaliadas, de 2011 a 2017..	69
Tabela 6 – Frequências absolutas (e relativas) das empresas que atenderam a cada item do protocolo, de 2011 a 2017.	71
Tabela 7 – Médias (e desvios padrões) das variáveis independentes avaliadas, de 2011 a 2017.	73
Tabela 8 – Médias (e desvios padrões) das variáveis dependentes avaliadas, de 2011 a 2017.	74
Tabela 9 – Resultados dos testes para escolha do modelo de dados em painel para a variável dependente Q de Tobin.....	76
Tabela 10– Resultados do ajuste do modelo de dados em painel <i>pooled</i> para a variável dependente Q de Tobin.....	76
Tabela 11 – Resultados dos testes para escolha do modelo de dados em painel para a variável dependente ROE.....	77
Tabela 12 – Resultados do ajuste do modelo de dados em painel <i>pooled</i> para a variável dependente ROE.....	78
Tabela 13 – Resultados dos testes para escolha do modelo de dados em painel para a variável dependente EBTMOD.....	78
Tabela 14 – Resultados do ajuste do modelo de dados em painel com efeitos aleatórios para a variável dependente EBTMOD.....	79
Tabela 15 – Resultados dos testes para escolha do modelo de dados em painel para a variável dependente ROA.....	80
Tabela 16 – Resultados do ajuste do modelo de dados em painel com efeitos aleatórios para a variável dependente ROA.....	80
Tabela 17 – Resultados dos testes para escolha do modelo de dados em painel para a variável dependente VEE.....	81
Tabela 18 – Resultados do ajuste do modelo de dados em painel com efeitos aleatórios para a variável dependente VEE.....	82

LISTA DE SIGLAS

ADR	<i>American Depositary Receipts</i>
AIG	<i>American International Group</i>
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CA	Conselho de Administração
CADE	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CETIP	Central de Custódia e Liquidação de Títulos Privados
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFP	Demonstrações Financeiras Padronizadas
FR	Formulário de Referência
GC	Governança Corporativa
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IBMEC	Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais
IAN	Informações Anuais
ITR	Informações Trimestrais
MRA	Teoria da Maximização da Riqueza dos Acionistas
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico <i>Organization for Economic Cooperation and Development</i>
ON	Ações Ordinárias
PIB	Produto Interno Bruto
PN	Ações Preferenciais
ROA	Return On Assets – Retorno sobre o Ativo
ROE	Return On Equity – Retorno sobre o Patrimônio
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SOX	Lei Sarbanes-Oxley

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	13
PROBLEMA DE PESQUISA	17
OBJETIVOS	21
1.1.1 Objetivo Geral	21
1.1.2 Objetivos Específicos	21
JUSTIFICATIVA	22
CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO	27
DELIMITAÇÃO DO ESTUDO	27
ESTRUTURA DO TRABALHO	28
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	30
2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	30
2.1.1 Evolução da Governança Corporativa	30
2.1.2 Conceito de Governança Corporativa	33
2.1.3 Princípios da Governança Corporativa	35
2.1.4 Estrutura da Governança Corporativa	39
TEORIA DA MAXIMIZAÇÃO DA RIQUEZA DO ACIONISTA	44
ÍNDICES ECONÔMICOS FINANCEIROS	47
2.1.5 Q-Tobin	47
2.1.6 ROE – Retorno do Patrimônio Líquido	48
2.1.7 EBITDA Modificado	49
2.1.8 ROA – Retorno do Ativo	49
2.1.9 Valor Econômico da Empresa	50
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	51
3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA.....	51
3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA	51
3.3 ORIGEM DOS DADOS.....	52
3.4 PERÍODO ANALISADO	53
3.5 VARIÁVEIS DA PESQUISA.....	53
4. A empresa usa uma das empresas classificadas como BIG5 de auditoria?	55
3.6 HIPÓTESES DA PESQUISA	58
3.7 FORMA DE TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS	59
3.7.2 Análise Descritiva	59
3.7.3 Dados em painel	60

3.8 Pré-teste	61
3.9 Alfa de Cronbach.....	62
4. ANÁLISE DOS DADOS	64
4.2 ANÁLISE MACROECONÔMICA DE 2011 A 2017	65
4.3 ANÁLISE DESCRITIVA	67
4.3.1 Variáveis financeiras.....	67
4.3.2 Variáveis de controle.....	69
4.3.3 Variáveis independentes	71
4.3.4 Variáveis dependentes.....	74
4.3.5 Correlações	74
4.4 DADOS EM PAINEL	75
4.4.1 Q de Tobin	76
4.4.2 ROE	77
4.4.3 EBTMOD	78
4.4.4 ROA	80
4.4.5 VEE.....	81
4.5 INTERPRETAÇÃO DOS DADOS	82
5. CONCLUSÃO	85
5.1 CONSIDERAÇÕES FINAIS	85
REFERENCIAS	90
Apêndice A	98

1. INTRODUÇÃO

Na atualidade as empresas competem em um mercado globalizado¹ com concorrência² acirrada, onde disputam recursos financeiros, físicos, humanos e tecnológicos que impactam processos e preços no ambiente interno. No ambiente externo sofrem os efeitos de crises políticas, econômicas e financeiras decorrentes da macroeconomia regional, nacional ou mundial. Tal fato pode ser comprovado pelo Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro que teve retração de 3,8% em 2015 e 3,6% em 2016, de acordo com dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE (2017).

O IBGE (2017), relata também que no Brasil existem mais de 16 milhões de empresas privadas instaladas, sendo que 99,8% dessas empresas são constituídas sob a juízo de capital fechado, ou seja, são empreendedores individuais, empresas limitadas, associações, sociedades de capital fechado, entre outras formas jurídicas e os 0,20% restantes são compostos por sociedade anônimas de capital aberto que buscam junto ao mercado, por meio de investidores, recursos para a manutenção e expansão das suas atividades. E, apesar destas sociedades anônimas de capital aberto representarem apenas 0,20% do número total de empresas, contribuem com 26% do valor adicionado do PIB nacional. (IBGE, 2017; IBMEC, 2017)

Silva (2011, p. 225) define empresa como uma unidade “[...] destinada a produção e/ou comercialização de processos, bens e serviços tendo como objetivo a geração de lucros”. Portanto, pode-se dizer que as empresas buscam expandir seus negócios com vistas a geração de lucro que possibilite a remuneração dos recursos de terceiros, bem como os recursos provenientes dos seus acionistas.

Fontes Filho e Câmara Leal (2013), discorrem que as companhias ou sociedades anônimas foram criadas a pelo menos quatrocentos anos para atender aos interesses da sociedade onde se inseriam. Constata-se, assim que o retorno financeiro para os detentores do capital, desde os primórdios da criação das S/A, encontram-se fortemente correlacionadas o retorno para a sociedade, que oferece as condições necessárias para a sua criação e sobrevivência: mercado, regulação e sistema legal, entre outros

¹ Segundo Schilling, a expressão “globalização” tem sido utilizada para definir um processo de integração mundial econômica sob a égide do neoliberalismo, caracterizado pelo predomínio dos interesses financeiros, pela desregulamentação dos mercados, pelas privatizações das empresas estatais.

² Potter, em seu artigo sobre a competitividade entre as empresas, defende que as estas se aperfeiçoam quando são forçadas a vencer os altos custos de mão-de-obra, ou a falta de recursos naturais, quando seus clientes domésticos não aceitam produtos inferiores ou ultrapassados, quando a concorrência local é acirrada e quando os governos estabelecem regulamentos e padrões exigentes.

O lucro é um importante referencial para orientar as decisões econômicas dos usuários, pois no âmbito das atividades empresariais - caracterizadas pela busca da maximização da riqueza dos proprietários e dos acionistas - é um importante indicador de sucesso das empresas (Fuji, 2004).

Irving Fisher, na obra “Natureza do capital” (1919, p.52), definiu que “o capital é riqueza, e renda é o serviço da riqueza” e acrescenta que “o conceito de capital de Adam Smith é que riqueza produz "receita"”. Nas obras de Fisher e Smith a riqueza ou aumento da riqueza é denominada lucro, o qual constitui-se o objeto de busca contínua das empresas com fins lucrativos.

J. Hicks, na obra “Valor e Capital” (1987), descreve lucro como "a quantia que uma pessoa pode consumir durante um período de tempo, estando essa pessoa tão bem no final do período como estava no início". Tanto para Fisher quanto para Hicks, o lucro está relacionado com a manutenção da riqueza ou do capital do indivíduo.

Solomons (1961, p.378-379), ampliou o conceito de lucro proposto por Hicks definindo-o como uma unidade de negócios que tem o objetivo de aumentar o patrimônio líquido da empresa, devendo ser mensurado no início e no final do período, realizando os descontos necessários.

Essa concepção de que a empresa visa obter lucros ou “aumento da riqueza”, e que esse acréscimo possibilita a remuneração dos recursos de terceiros, bem como os recursos provenientes dos seus acionistas, vem de encontro com a Teoria da Maximização da Riqueza dos Acionistas (MRA), que busca a maximização do lucro como função objetivo da empresa. Nesta linha de pesquisa Sundaram e Inkpen (2004) descrevem que, ao maximizar o valor para o acionista, todo o valor da empresa estaria sendo maximizado, assim, todos os *stakeholders*³ seriam beneficiados ao maximizar-se a possibilidade de sobrevivência da corporação no longo prazo.

As sociedades anônimas de capital aberto são assim denominadas por buscarem junto ao mercado parte do seu capital social, através da venda de ações, encontrando uma fonte de captação de recursos financeiros que não tem prazo de vencimento. Em compensação, assumem compromissos de longo prazo com terceiros (investidores) que, em contrapartida, cobram retorno sobre o seu investimento, ou seja, a distribuição de parte do lucro da empresa e informações detalhadas sobre o seu desempenho.

³ Nesse estudo utiliza-se o conceito clássico de Freeman (1963) que define que *Stakeholder* “é uma pessoa ou um grupo, que legitima as ações de uma organização e que tem um papel direto ou indireto na gestão e resultados dessa mesma organização”.

A venda de ações ocorre por meio do mercado de capitais, que no Brasil é regulamentado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e negociado pela B3. A B3 que significa: Brasil, Bolsa, Balcão, é a fusão entre a BM&F Bovespa, a qual realiza toda e qualquer negociação de ações e contratos futuros, e a CETIP que é responsável por serviços de registro, central depositária, negociação e liquidação de ativos e títulos (títulos de renda fixa) (Sciarretta, 2017).

Existem muitos estudos sobre decisões de investimentos, porém os precursores que estudaram a influência das decisões de financiamento nas decisões de investimento foram Modigliani e Miller (1958), em seu artigo “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*”. Nele, os autores defendem que, sob certas condições, a estrutura de capital é irrelevante para as decisões de investimento, sendo o valor da empresa mensurado pela qualidade dos seus projetos e não pela forma como são financiados.

Observa-se, neste contexto, que o investidor ao optar por investir o seu capital em ações, busca junto ao mercado indícios, fatos ou comprovações de que a empresa em análise é transparente (divulga as suas informações econômicas-financeiras), é confiável, apresenta solidez e continuidade e/ou ainda é idônea, ou seja, possui imagem irretocável.

Observando essas características, ou melhor, as necessidades dos investidores, a B3, desde o ano de 2000, criou segmentos diferenciados de governança corporativa, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, como opções de listagem, complementando o segmento tradicional já existente. Cada um dos segmentos reflete um grau diferente de governança adotado pelas empresas.

De acordo com critérios pré-estabelecidos pela B3, o Novo Mercado compreende as ações das empresas com melhores práticas de governança, seguido pelo Nível 2 e, por último, o Nível 1. “As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade” (Matos, 2007, p.366).

No contexto geral, as empresas com melhores níveis de governança corporativa oferecem uma maior proteção aos seus investidores, por intermédio de uma gestão mais profissional, responsável, transparente e justa para todas as partes interessadas. Essa gestão diferenciada seria capaz de minimizar os impactos das restrições financeiras; reduzir o grau de assimetria informacional e de conflitos, e, conseqüentemente, tornar a fonte de recursos externos mais acessível às empresas (Francis, Hasan, Song e Waisman, 2013).

Corroborando, Silveira (2015, p.8) afirma que “[...] a adoção de boas práticas de governança pode causar impactos positivos sobre as empresas [...], e continua afirmando, que

além do impacto microeconômico (ambiente interno) também resulta em impactos macroeconômicos (ambiente externos), com tendências para o crescimento desenvolvimento econômico do país.

O conceito de governança corporativa, embora não tivesse sido utilizado desta forma, existe a mais de meio século, no entanto o termo “Governança Corporativa” só começou a ser utilizado na década de 90 (Carvalho da Silva, 2005, p.15), e após os grandes escândalos corporativos nos Estados Unidos tornou-se uma exigência de mercado, suportada pela Lei Sarbanes-Oxley (SOX), a qual tem como principal objetivo coibir a conduta antiética de administradores e auditores. A Lei SOX surgiu para restaurar a confiabilidade nas administrações contábeis e financeiras e com isso incentivar o investimento na Bolsa de Valores, impondo às empresas que promovam avaliações anuais de controles internos e que essas avaliações sejam atestadas pelo auditor externo da empresa.

No Brasil, o debate em torno da governança corporativa se intensificou na década 90, à medida em que as relações entre acionistas e administradores e entre acionistas majoritários e minoritários foram mudando com a reestruturação societária provocada pelas privatizações e a entrada de novos sócios nas empresas do setor privado, principalmente estrangeiros e investidores institucionais (Carvalho da Silva, 2002, p.1).

As principais ações para o aprimoramento da governança corporativa no Brasil foram: criação do Novo Mercado da B3; nova Lei das Sociedades Anônimas (Lei 10.303/01); regulamentação dos fundos de pensão (Resolução CMN 2.829/01); a atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no mercado de capitais; o Código de Boas Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC); e as recomendações da CVM (Pereira, Bruni e Rocha, 2010, p.7).

As melhores práticas de Governança Corporativa (GC) convertem-se em princípios que nada mais são que recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade. (Andrade e Rosseti, 2012). Os princípios de GC são: Transparência, Equidade, Prestação de Contas e Responsabilidade Corporativa.

No Brasil, a CVM divulga e orienta as empresas a utilizarem o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, que apresenta e define os princípios para GC, que tem a função objetiva de alinhar interesses das partes interessadas com as dos *shareholders*⁴ com a

⁴ Acionistas

finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade. E os princípios de GC podem ser definidos como segue:

- **Transparência:** define que as empresas devem divulgar as suas informações de maneira clara, ou melhor, que as decisões e os processos devem ser claras para as partes interessadas no negócio;

- **Equidade:** que todos os interessados nos negócios devem participar e ser tratados de maneira igualitária;

- **Prestação de contas (accountability):** a empresa deve prestar contas de seu trabalho, não só em relação aos recursos financeiros que administra, mas também em relação ao papel que exerce junto as partes interessadas, e em especial aos investidores/acionistas;

- **Responsabilidade corporativa:** tem a função de mostrar uma visão da atuação da empresas em seu contexto social.

É a partir desses princípios que a pesquisa foi estruturada e para medir esses índices a pesquisa propõe um índice para a governança corporativa.

PROBLEMA DE PESQUISA

Partindo da contextualização, pode-se vislumbrar que as empresas necessitam cada vez mais transparecer ao mercado investidor como sendo uma empresa ética, sólida financeiramente, responsável socialmente, autossustentável, que cumpre a legislação vigente e que evidencia e disponibiliza as suas informações econômicas e financeiras de maneira sistêmica e periódica, demonstrando preocupação e comprometimento com os seus investidores. Essa relação com o mercado investidor deve atender desde investidores minoritários a investidores majoritários que tenham interesses diferenciados e muitas vezes conflitantes.

No intuito de tentar alinhar os interesses dos investidores de maior relevância, as empresas, no Brasil e no mundo, têm trabalhado no sentido de adotar uma estrutura de boas práticas de governança corporativa (Melo, 2007).

A adoção das boas práticas no Brasil, tem por objetivo minimizar o conflito de interesses que surge na relação entre o principal (acionistas majoritários) e partes relacionadas, que é oriundo da separação da propriedade e do controle das corporações. Práticas, como a adoção de um conselho de administração com pessoas diferentes ocupando o cargo de presidente do conselho e de diretor presidente da empresa, oferecem uma solução parcial economicamente eficiente para minimizar esse problema (Nassif e Souza, 2013).

Em um processo de relação casual, defende-se que com a adoção da estrutura de governança corporativa, a empresa venha a ser uma opção de investimento mais segura para o investidor, e assim este, escolha por investir nesta empresa em detrimento das demais, uma vez que reconhece a estrutura de governança como eficiente e transparente.

Pode-se afirmar “[...] que a eficiência da governança aumenta a proteção dos interesses dos investidores contra o risco de espoliação pelos dirigentes oportunistas. Essa exigência é ainda mais pronunciada para as empresas, como as brasileiras, que necessitam de recursos de investidores estrangeiros” (Correia, Amaral e Louvet, 2011).

Silva (2016, p.17) corrobora afirmando que a governança corporativa, “não é modismo é um sistema aperfeiçoado de gestão, porque dele emana o comprometimento da diretoria executiva de passar mais informações ao mercado como maneira de agregar valor ao negócio e também estruturar a administração da empresa para que o valor dos acionistas seja aumentado, através do mercado de capitais”.

Um outro aspecto a ser observado é o de que a adoção das boas práticas de governança corporativa pode anemizar problemas ambientais, uma vez que a empresa passa a incorporar bases de responsabilidade socioambiental, tratando com equidade todos os seus investidores. A presunção de transparência na divulgação das informações pode representar maior fluxo de caixa para o acionista. Mello (2007) afirma que existe uma relação entre um maior nível de GC e maior valor de mercado, pelo fato do mercado identificar nesta empresa uma opção de investimento mais segura.

Monks e Minow (2004, p.2) argumentam que “em essência, a governança corporativa é a estrutura que se destina a certificar-se de que as perguntas certas são feitas e que os controles internos certificam de que as respostas dadas refletem o que é melhor a longo prazo, de forma sustentável”.

Observa-se a partir das citações de autores como Melo (2007), Silva (2016), Carvalhal da Silva (2002) que a GC é importante para a proteção das partes interessadas. No entanto, questiona-se como medir, mensurar ou avaliar a GC de uma empresa: existem diversos estudos que buscaram mensurar e avaliar a Governança Corporativa das empresas, dentre os quais destacam-se: Carvalhal da Silva (2002) que propôs uma métrica para mensuração da GC; Lanzana (2004) que apresentou uma relação entre *disclosure*⁵ e GC; Silveira (2004) propôs avaliar os mecanismo de GC e sua influência sobre desempenho das S/A; Mello (2007) fez uma

⁵ Prestação de Contas

reaplicação do índice proposto de Carvalhal da Silva; e Correia (2008) que propõe um índice de GC para o Brasil.

A ideia de mensurar Governança Corporativa e a sua relação com o seu mercado surgiu da leitura do artigo *The myth of corporate transparency* de Vaccaro e Fontrodona publicado em 2010 na revista *The Economist*, onde se discute que empresas de todo o mundo estão aprendendo que os investidores não estão interessados em obter mais informações, mais números, mais relatórios. O que estes buscam é uma informação confiável, relevante e compreensível sobre como a empresa conduz seus negócios e as características dos produtos e serviços que oferece ao mercado. Ainda, discute sobre o que hoje é denominado transparência corporativa.

Na busca por uma teoria que seja capaz de relacionar a determinação das empresas em investir em GC de forma a se tornarem atrativa para investidores, encontrou-se a Teoria da Maximização da Riqueza dos Acionistas (MRA), cujo um dos seus pressupostos é que, ao gerar riqueza para a empresa e por consequência para o seu acionista, ela está ocupando o seu lugar na economia. A MRA é derivada da Teoria da Firma e baseada na ideia de Friedman de 1970, onde a principal responsabilidade dos gerentes de uma empresa é perante aqueles que o contrataram (acionistas), e agindo em seu interesse na busca de lucros crescentes, respeitando, no entanto, as regras básicas da sociedade contidas na lei, e aquelas da ética e dos bons costumes que na atualidade vão além, buscando cumprir os princípios de GC de forma ampla.

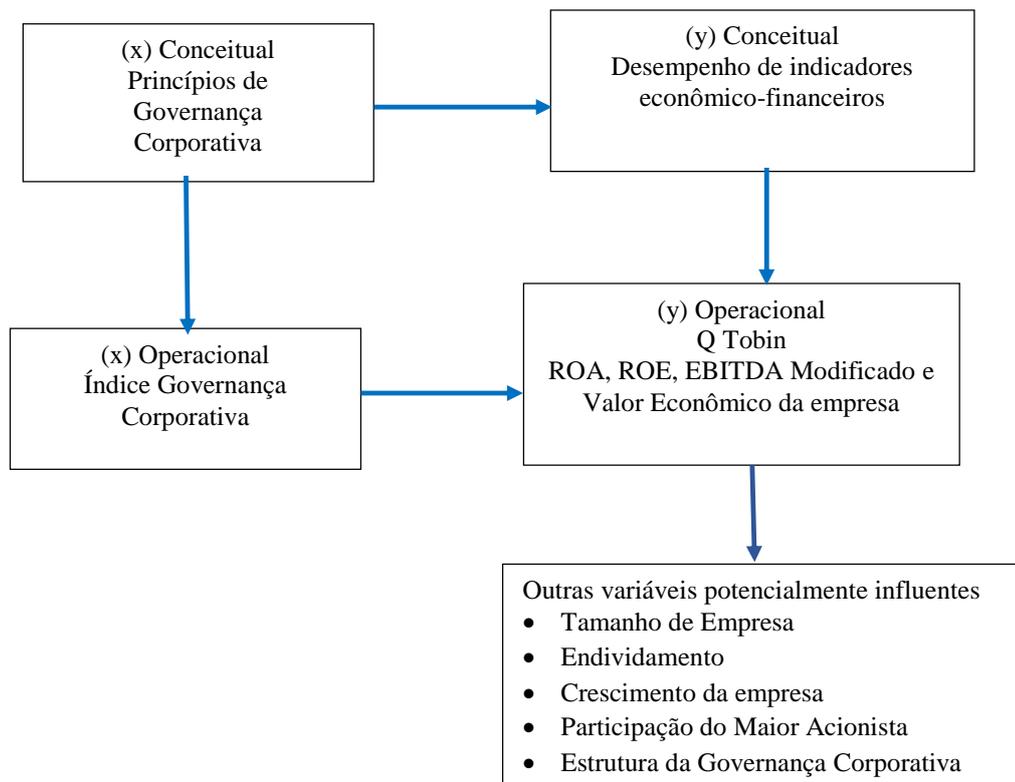
A ênfase da abordagem de governança corporativa fundamentada na teoria da Maximização da Riqueza do Acionista (MRA), também denominada de Teoria do *Shareholders*, pressupõe a maximização do valor de mercado total da firma (do patrimônio líquido e das dívidas), o que, por conseguinte, aumenta a riqueza dos proprietários (Jensen, 2001; Assaf Neto, 2010). Nessa perspectiva, a GC é o principal balizador da empresa, pois pode ser um mecanismo de controle e monitoramento que garante aos acionistas o retorno do investimento ao longo do tempo (continuidade).

Jensen & Meckling (1976), estudiosos clássicos do tema, buscaram analisar os efeitos marginais da adoção de práticas de governança corporativa sobre o valor de mercado das empresas. Observaram que a adoção de mecanismos de governança potencializa a maximização do valor da firma. Jensen (2001) afirma que ao maximizar o valor da empresa (e não apenas o capital acionário), todos os públicos envolvidos seriam beneficiados (e não apenas os proprietários), baseando-se na Teoria da Maximização da Riqueza dos Acionistas.

A partir desses argumentos surge a questão problema do estudo: **Qual a relação entre os princípios de Governança Corporativa e os indicadores de desempenho econômico-financeiro das empresas não financeiras do segmento Novo Mercado da B3?**

A figura 1 apresenta o constructo da pesquisa, estruturado a partir da questão problema do estudo.

Figura 1 - Constructo da Pesquisa



Fonte: Elaborado pela autora.

O constructo da pesquisa apresentado na figura 1, indaga a relação entre os princípios de GC e os indicadores financeiros, para explicar essa relação buscou na literatura argumentos que sustentem essa relação.

Para Guerra (2013, p.51), o “[...] aumento gradativo nas informações prestadas pelas organizações e, do outro, um maior entendimento das práticas de governança pelo mercado, [...]” fez com que o mercado e investidores compreendessem “[...] rapidamente que as práticas eram mais do que um mecanismo contra fraudes: a qualidade e a transparência da administração são fatores decisivos para reduzir o custo de capital, agregar valor à empresa e proteger os acionistas minoritários”.

Para a OCDE (2003, p.3), “a [...] governança corporativa é essencial para o crescimento econômico” e que esta deve promover o bem-estar social, estando diretamente dependentes de investimentos crescentes, da eficiência do mercado de capitais e do desempenho da empresa.

Adicionando, Guerra (2007), discorre que “no Brasil está impelida pela busca da maximização do valor das empresas. As empresas não estão revendo seus processos e práticas apenas para obedecer à regulamentação. Na verdade, estão à procura das vantagens que o mercado oferece às empresas bem governadas.” E continua, “a [...] governança atrai investidores, melhora o processo de tomada de decisão, reduz o custo de financiamento e colabora para o desenvolvimento do mercado de capitais.”

E ainda, Andrade e Rossetti (2014), corroboram com o constructo apresentado na Figura 1, apresentando que as práticas de Governança Corporativa levam à criação de valor ao acionista (relaciona-se diretamente ao objetivo da Teoria da Maximização da riqueza do acionista), afirma também que a GC serve para fortalecer a relação empresa – acionista – partes relacionadas (conciliação de interesses) e, por fim melhoram o desempenho dos indicadores financeiros.

OBJETIVOS

1.1.1 Objetivo Geral

O objetivo geral deste estudo é analisar a relação entre os princípios de Governança Corporativa e os indicadores de desempenho econômico-financeiro das empresas não financeiras do segmento Novo Mercado da B3.

1.1.2 Objetivos Específicos

Para alcançar o objetivo principal foram propostos os seguintes objetivos específicos:

- 1º. Diagnosticar as estruturas de GC das empresas do segmento Novo Mercado da B3;
- 2º. Propor uma métrica (índices) capaz de mensurar os princípios de Governança Corporativa (GC), tendo como base as recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM);
- 3º. Calcular os índices econômicos financeiros: Q-Tobin, ROE – Retorno do Patrimônio Líquido, EBITDA Modificado, ROA – Rentabilidade do Ativo e Valor Econômico da Empresa;

4º. Relacionar a métrica a partir dos princípios de governança corporativa recomendados pela CVM por meio do Código de Boas Práticas do IBGC e os índices econômicos financeiros selecionados.

JUSTIFICATIVA

Diante da problemática apresentada, torna-se fundamental enfatizar alguns aspectos para justificar a relevância deste estudo. A escolha do tema governança corporativa é relevante pois as empresas cada vez mais buscam o estreitamento de suas relações com os seus *stakeholders*, em especial com o com seus investidores (*shareholders*).

Quando afirma-se que a Governança Corporativa enfatiza a relação com as partes interessadas, isto inclui os acionistas e/ou investidores da empresa (que são o foco dessa pesquisa), funcionários, clientes e credores, entre outros, refletindo a premissa de que a qualidade do processo de governança de uma empresa pode afetar sua capacidade de honrar as obrigações financeiras contratuais para os credores e maximizar o valor do patrimônio da empresa e as distribuições para seus acionistas (Bradley, 2004).

Silva (2016, p.1) afirma que a GC busca estreitar laços com o seu investidor ao afirmar que “a governança corporativa consiste num conjunto de regras, procedimentos [...] que condicionam a ação dos administradores no sentido de atender aos interesses dos financiadores e das partes interessadas, particularmente os acionistas (*shareholders*).

No Brasil, há ainda uma característica diferenciada nas empresas de capital aberto, distintivamente de outros países no mundo, pois há uma elevada concentração da propriedade e controle nas mãos de poucos investidores. Esta característica peculiar pode evidenciar diferenças de interesses nos diversos investidores, e também podem gerar problemas de agência que foram estudados na fundamentação teórica Carvalhal (2002), Correia (2008).

Na tentativa compreender em que fase os estudos e avanços na mensuração de governança corporativa se encontrava, foi necessário pesquisar os estudos anteriores que demonstraram que diversos pesquisadores ao longo do tempo vem estudando, analisando e diversificando pesquisas sobre mensuração da GC e o quadro 01 apresenta os estudos anteriores apresentando a pesquisa, o que foi pesquisado e quais suas contribuições.

Quadro 1 - Estudos Anteriores

Continua

Autor(es)	Resumo	Contribuições
Leal, Carvalhal da Silva e Valadares (2000)	Análise da estrutura direta e indireta de propriedade e controle das companhias abertas brasileiras.	<ul style="list-style-type: none"> • Elevado grau de concentração do capital votante. • Alto índice de emissão de ações preferenciais; • Estruturas piramidais não são muito utilizadas como forma de fugir da relação uma ação-um voto. • Controladores investem em média muito mais do que o mínimo necessário.
Black (2001)	Examinou a relação entre comportamento de governança corporativa e valor de mercado para uma amostra de 21 empresas russas.	Conclui que mesmo com uma amostra pequena os resultados sugerem que o comportamento da governança corporativa tem um poderoso efeito sobre o valor de mercado em um país onde as restrições legais e culturais sobre o comportamento corporativo são fracas.
Silveira (2002)	Investigou se a estrutura de governança corporativa foi relevante para as companhias abertas brasileiras de 1998 a 2000 e se as companhias adequadas às recomendações do IBGC e da CVM alcançaram maior valor de mercado ou melhor desempenho.	Identificou que a relação entre governança e valor é diferente daquela entre governança e desempenho, sendo mais forte com o valor da empresa. Que o tamanho do conselho apresenta uma relação certamente não linear com valor e desempenho. E por fim que a independência do conselho não parece importante.
Gompers, Ishii e Metrick (2003)	Buscaram verificar os direitos dos acionistas baseando-se em 24 regras de governança, e construíram um "Índice de Governança" para representar o nível de direitos dos acionistas em cerca de 1500 grandes empresas durante a década de 1990.	Seus achados foram: <ul style="list-style-type: none"> • Que há relação de compartilhamento de poder entre investidores e gestores; • Que a governança corporativa está fortemente correlacionada com o retorno das ações. • Há alguma evidência, tanto em nossa amostra quanto em outros autores, de que os fracos direitos dos acionistas causaram um desempenho fraco na década de 1990.

Continuação

Autor(es)	Resumo	Contribuições
Carvalho da Silva e Leal (2003)	Teste empírico da relação entre direitos de voto, direito sob o fluxo de caixa e valor das empresas.	<ul style="list-style-type: none"> • Relação negativa não linear entre concentração dos direitos de voto e valor de mercado. • Relação negativa entre pagamentos de dividendos e concentração dos direitos de voto.
Procianoy e Schnorrenberger (2004)	Análise da influência da estrutura de controle sobre as decisões de estrutura de capital.	<ul style="list-style-type: none"> •Influência significativa da estrutura de controle sobre as decisões de estrutura de capital •As companhias que apresentam maior concentração em sua estrutura de controle tendem a apresentar aversão ao endividamento e risco financeiro.
Silveira, Lanzana, Barros e Fama (2004)	Investigação da relação entre a diferença do direito de controle e do direito sob o fluxo de caixa em posse dos controladores e o valor de mercado das empresas.	<ul style="list-style-type: none"> •Relação negativa não significativa entre excesso de votos e valor. •Resultados apontam no sentido de que adoção da regra ‘uma ação-um voto’ pode contribuir para a MVE.
Okimura, Silveira e Rocha (2004)	Teste empírico da relação entre estrutura de propriedade e o valor de desempenho das companhias abertas brasileiras.	<ul style="list-style-type: none"> •Influência quadrática negativa da concentração de votos sobre o valor. •Influência negativa linear do excesso de votos sobre o valor •Evidências fracas e inconsistentes da endogeneidade da estrutura de propriedade.
Mello (2007)	Reaplicou o estudo de Carvalho (2002) impacto da governança corporativa no valor de mercado das companhias de capital aberto no Brasil.	Confirmou a hipótese de que a GC contribui para aumentar, o valor de mercado da empresa (representado pelo Q de Tobin) Entretanto, que as variáveis escolhidas para representar a GC não estavam adequadas, uma vez que proporcionaram resultados inconsistentes e contrastantes com a teoria utilizada.
Correia (2008)	Construção um índice de GC para empresas brasileiras, baseado nos critérios de eficiência de um conjunto de mecanismos de redução dos problemas de agência.	As evidências encontradas suportam o objetivo do estudo que buscou verificar a qualidade da GC e se esta inspira a confiança do mercado, que se traduz em uma maior valorização de mercado das empresas.

Continuação

Autor(es)	Resumo	Contribuições
Andrade, Salazar, Calegario e Silva (2009).	Identificaram a relação da composição do conselho de administração com o valor de mercado e com o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto.	Obteve as seguintes constatações: - Que a composição do conselho tem exercido mais influência no valor de mercado das empresas do que no desempenho delas. - Que a quantidade total de conselheiros se mostrou positivamente relacionada tanto com o valor de mercado quanto com o desempenho. - E que as características das empresas, tais como: tamanho, endividamento, interação com as características do conselho de administração.
Catapan (2011)	O objetivo do estudo consistiu em analisar a relação entre a GC e o desempenho econômico-financeiro em empresas listadas no BMF&BOVESPA, com uma amostra de 111 companhias escolhidas aleatoriamente no período de 2008 à 2010.	Para identificar o nível de divulgação das informações sobre as práticas de GC, utilizam-se os instrumentos propostos por Almeida <i>et. al.</i> (2010) e Leal (2004). Os achados mostram que quanto maior a evidência de informações, maior o valor de mercado das empresas.
Correia, Amaral e Louvet (2011)	Propuseram construir um índice para medir qualidade da governança das empresas brasileiras e validá-lo, mediante confronto com os indicadores de confiança dos investidores quanto a boa gestão dos seus fundos pelas empresas.	Os resultados mostraram uma associação positiva e significativa entre o índice de governança e o Q de Tobin. Melhor ainda, eles revelaram um relacionamento inverso e significativo entre a taxa de retorno ajustada ao risco das ações e o índice de governança. Todas essas relações atestam que a confiança do mercado se associa, fortemente, a qualidade da governança expressa pelo índice. De maneira geral, a boa governança possui, portanto, um valor para o mercado.
Do Nascimento Ferreira, Santos, Lopes, Nazareth e Fonseca (2013)	Buscaram verificar se existem diferenças entre a eficiência técnica e a produtividade de empresas dos segmentos de governança corporativa com a eficiência técnica e a produtividade de empresas de outros segmentos da Bovespa.	Observou-se, nos três anos analisados de 2007 a 2009, que o valor de mercado das empresas dos segmentos de governança corporativa é inferior ao das empresas de outros segmentos de negociação de ações.

Conclusão		
Autor(es)	Resumo	Contribuições
Catapan, Colauto e Barros (2013)	Teve como objetivo verificar o efeito da Governança Corporativa sobre variáveis de desempenho de natureza contábil e de mercado, em empresas brasileiras de capital aberto, nos anos de 2008, 2009 e 2010.	Os resultados não indicaram efeito estatisticamente significativo do Índice de GC sobre todas as variáveis de desempenho, cuja explicação pode estar associada ao instrumento de pesquisa proposto. A contribuição desta pesquisa concentra-se em mostrar indícios que explicam possíveis divergências entre resultados de pesquisas nacionais em relação às internacionais sobre a associação da governança e medidas de desempenho organizacional.
Catapan e Colauto (2014)	Objetivou examinar se existe relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro em empresas brasileiras listadas no BMF&Bovespa, considerando os anos de 2010–2012.	O resultado obtido evidenciou uma relação direta percebida entre valor de mercado das empresas e nível de divulgação, ainda demonstrou que quanto maior a evidenciação de informações, maior o valor de mercado das empresas. Além de evidenciar que há uma relação significativa entre valor de mercado e governança corporativa.
Marques, Alves, Amaral e Souza (2015)	Analizou a relação entre níveis de governança e a política de dividendos, nível de endividamento e valor de mercado de uma amostra de 39 empresas participantes dos níveis 1,2 e Novo Mercado.	Os resultados evidenciam existir diferenças estatísticas significativas entre os grupos nas comparações entre os mesmos para nível de endividamento, Q de Tobin e índice <i>payout</i> coerentemente com as teorias vigentes (Agência, Política de Dividendos e Estrutura de Capital).
De Oliveira Lima, Oliveira, de Aquino Cabral, dos Santos e Pessoa (2015)	Analizou a relação entre os diferentes níveis de governança corporativa das empresas e o aumento do seu valor de mercado.	Obteve evidências de que as empresas listadas nos níveis mais elevados do mercado diferenciado possuem melhor desempenho econômico, medido em termos de variação média do valor de mercado.

Fonte: Elaborado pela autora com base em artigos, teses e dissertações

Ao buscar os estudos anteriores foi possível constatar que as pesquisas já realizadas contribuiriam de forma empírica e seus achados, evidenciados no quadro 1, apontam o que pode ser aprimorado por futuros pesquisadores. Estas conclusões permitiram o avanço das pesquisas

que relacionam GC e índices, e ainda possibilitaram identificar uma lacuna para que esta pesquisa fosse desenvolvida, pois os estudos anteriores que propuseram índices para mensuração da governança corporativa não utilizaram os princípios de governança corporativa, que são a base desta.

CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO

Espera-se que este estudo possibilite contribuições para o mercado, para a academia e ensino, e para o campo teórico.

Para o mercado, como uma ferramenta de avaliação de empresas, podendo ser utilizado por estas para monitorar seu desempenho econômico financeiro, pressupondo neste caso que o aperfeiçoamento do nível de governança pode impactar no desempenho econômico e financeiro, e ainda por investidores para analisar opções de compras de ações de empresas.

Para a academia tem o intuito de aprimorar o entendimento sobre a mensuração da GC por meio dos princípios e sua relação positiva com índices financeiros, e ainda, que esta pesquisa incentive outros estudos.

Para a teoria, a contribuição é testar empiricamente hipóteses teóricas relacionando os princípios de governança corporativa com índices econômico-financeiros.

DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

A primeira delimitação ocorre no campo teórico. Neste estudo é aplicada uma perspectiva do investidor, baseada na Teoria da Maximização da Riqueza dos Acionistas entendida como o potencial de maximização da riqueza da empresa distribuída aos investidores, onde a principal responsabilidade dos gestores é perante aqueles que o contrataram (acionistas), e agir em seu interesse na busca de lucros crescentes, respeitando, no entanto, as regras básicas da sociedade contidas na lei e aquelas da ética e dos bons costumes, que na atualidade vai além, busca cumprir os princípios de GC de forma ampla.

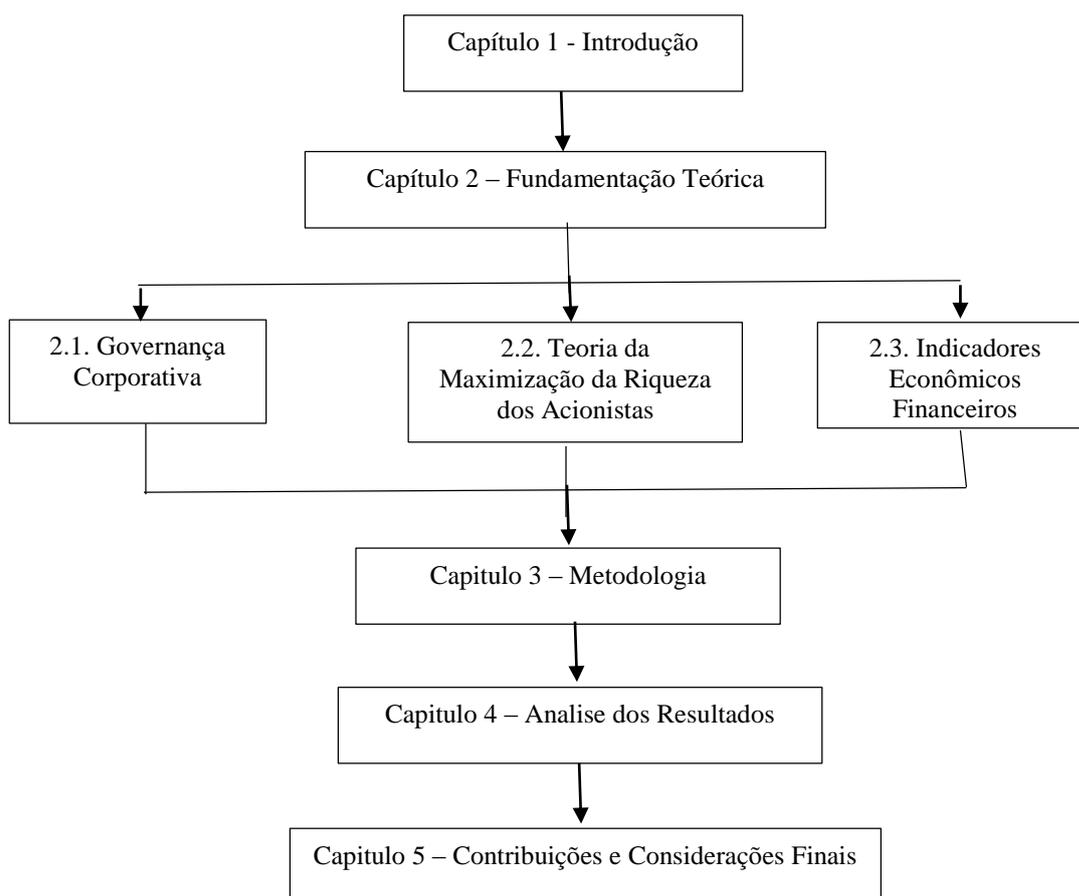
Outra delimitação importante da pesquisa é a amostra analisada, composta pelas empresas de capital aberto do segmento Novo Mercado da B3 nos anos de 2011 a 2016. Justifica-se o período em decorrência da padronização das normas contábeis brasileiras com as normas internacionais, iniciada em 2007, mas obrigatória no Brasil a partir de 2010, conforme alterações da Lei 6.404/76 por meio das Leis 11.638/07 e 11.941/07, e eleger somente as

empresas listadas no segmento do Novo Mercado justifica-se por que são estas que possuem a Governança Corporativa plenamente adotada. Foram contempladas as empresas classificadas no setor financeiro por apresentarem determinadas peculiaridades para elaboração e divulgação das demonstrações contábeis inerentes ao setor.

ESTRUTURA DO TRABALHO

A dissertação está estruturada em cinco capítulos. Esta introdução apresenta a contextualização ao problema, os objetivos a serem alcançados, a justificativa para realização desta pesquisa, estudos anteriores, contribuições e as delimitações. A Figura 2 apresenta a organização deste trabalho.

Figura 2 - Estrutura da Dissertação



Fonte: Elaborado pela autora.

No capítulo dois é abordado o referencial teórico necessário para embasar a análise dos resultados da pesquisa. Inicia-se com apresentação da governança corporativa e seu conceito,

após discorre sobre os avanços ao longo do tempo a fim de se entender o contexto das boas práticas de governança corporativa, que são estruturadas em princípios. Na sequência, se aborda a Teoria da Maximização da Riqueza dos Acionistas ou *Shareholders Theory* e por fim os indicadores econômicos financeiros que são utilizados como variáveis dependentes ou de controle na pesquisa. No capítulo três são mencionados os procedimentos metodológicos, como a estratégia e as técnicas utilizadas, a população e amostra estudada, os constructos da pesquisa, hipóteses e a forma de tratamento dos dados. A análise dos dados é desenvolvida no capítulo quatro. Por fim, no capítulo cinco são destacadas as principais conclusões alcançadas com esta pesquisa e as recomendações para futuras investigações. Na sequência são apresentadas as referências e os apêndices utilizados neste estudo.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A fundamentação teórica tem a função de alicerçar a pesquisa construindo conhecimento necessários à análise. Neste caso teve como base a governança corporativa, o desempenho econômico-financeiro das empresas e a teoria da Maximização da Riqueza do Acionista.

No tópico 2.1 se contextualiza sobre Governança Corporativa, abordando os seguintes aspectos: evolução da GC, seus conceitos e princípios aplicados e a sua estrutura. No tópico 2.2 apresentam-se os elementos conceituais da Teoria da Maximização da Riqueza dos Acionistas ou “*Shareholders Theory*”. No tópico 2.3 foram apresentados os índices econômicos financeiros, que no capítulo 3 – metodologia, são as variáveis dependentes e foram utilizados na análise da pesquisa.

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.1.1 Evolução da Governança Corporativa

Foi nos anos 1950 que se principiou a comentar sobre governança corporativa, todavia sem esta denominação. Uma época marcada por conselhos inoperantes e com a presença forte do acionista controlador (Silva, 2012).

No Brasil, em 1976, surge a Lei das Sociedades Anônimas, que prevê a prática de divisão de poderes entre o conselho de administração e a diretoria, bem como oferece cinco linhas básicas de orientação: proteção do acionista minoritário; responsabilização do acionista controlador; ampla diversificação dos instrumentos de fiscalização postos à disposição dos acionistas; diferenciação entre companhia aberta e fechada; e definição dos interesses fundamentais que a sociedade anônima representa (Borges e Serrão, 2005).

A década de 1980 assistiu ao nascimento e crescimento dos fundos de pensão, fundos de investimento, ao fortalecimento da Bovespa e da Bolsa do Rio, da CVM e do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) (Borges e Serrão, 2005).

Já na década de 1990, a expressão governança corporativa passou a ser utilizada e reconhecida em um movimento iniciado de forma mais incisiva nos Estados Unidos; acionistas despertaram para a necessidade de novas regras que os protegessem dos abusos da diretoria executiva das empresas, da inércia dos conselhos de administração e das omissões das auditorias externas (Silva, 2012).

Houve a difusão dos códigos de boas práticas de governança corporativa a partir dos princípios da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). Os códigos não ficaram limitados aos países de economia avançadas, estenderam-se também a países de todos os continentes, entretanto, essa disseminação não impediu que, no início do século XXI, houvessem escândalos e fraudes corporativas, as quais tiveram o seu ápice em casos como da Enron, Worldcom e Parmalat (Andrade e Rossetti, 2012).

A falência da empresa americana Enron Corporation, em 2001, com sua contabilidade criativa, faturamentos irregulares, fraudes contábeis, desvios de dinheiro, omissões, falsificações de documentos e faturas, tornou evidente a precariedade dos modelos de governança corporativa e fiscalização contábil, além de expor a desatualização da legislação. Em sua queda, a Enron arrastou consigo a Arthur Andersen, firma responsável por sua auditoria, e respingou em importantes bancos, entre eles: Citigroup, Merrill Lynch, Credit Suisse, Barclays e Goldman Sachs. Como resultados desses escândalos foi aprovada nos Estados Unidos a Lei Sarbanes Oxley (SOX), cujo principal objetivo é coibir a conduta antiética de administradores e auditores (Oliveira e Silva, 2015; Andrade e Rossetti, 2012; Silva, 2012; Carvalhal Da Silva, 2005).

Historicamente, nos primeiros doze anos do século XXI, surgiu um novo cenário na governança corporativa: de um lado, adesão às boas práticas e autorregulação das empresas; de outro, sinais vermelhos e regulação legal contundente. Estes aspectos parecem contraditórios, mas não são, pois ao invés de criticar as ações das empresas, houve uma força de atos voluntários e regulatórios que convergiram para a adoção dos princípios de governança corporativa pelas empresas, assim, os quatro princípios da boa governança (*compliance, accountability, disclosure e fairness*), estudados no tópico 2.3, se tornaram presentes tanto em disposições legais quanto em códigos de conduta adotados pelas empresas (Andrade e Rossetti, 2012; Nascimento e Bianchi, 2005; Escudero e Tinoco, 2008).

De acordo com Andrade e Rossetti (2012) existem 04 (quatro) pilares da moderna governança corporativa, que são:

1. O ativismo pioneiro de Robert Monks, que constituiu o Fundo Lens em 1992, este efetivou um novo modelo de gestão para consolidar melhores resultados e maior valor para as empresas (Oliveira, 2015);
2. O relatório CADBURY, divulgado em 1992, foi um documento elaborado por um comitê composto pela Bolsa de Valores de Londres e do Instituto de Contadores Certificados, que trouxe recomendações de boas práticas, utilizadas até hoje, como a separação entre propriedade e gestão empresarial (Andrade e Rossetti, 2012);

3. Os princípios da *Organization for Economic Co-operation and Development* (OCDE) definidos em 1998, voltados para o bom funcionamento das corporações e dos mercados de capitais e, por esta via, para o desenvolvimento das nações; e

4. Lei Sarbanes Oxley, aprovada em julho de 2002 pelo Congresso dos Estados Unidos, promoveu ampla regulação da vida corporativa fundamentada nas boas práticas de governança. Seu foco está exatamente nos quatro valores enfatizado pelo ativismo pioneiro (Andrade e Rossetti, 2012).

O Brasil, com toda essa movimentação no mercado mundial, em 2001, instituiu a Lei 10.303 alterando a Lei 6.404/76, conhecida como Lei das Sociedades Anônimas. Entre as principais mudanças apresentam-se:

- Proteção aos acionistas minoritários na hipótese de fechamento de capital da companhia, estipulando a obrigação de se realizar oferta pública por preço justo, sujeita a revisão por solicitação de acionistas que representem pelo menos 10% do capital social;
- Redução da proporção no capital social entre ações preferenciais e ordinárias para 50%, exigindo maior representatividade do capital social em ações com direito a voto, visando aumentar a quantidade de ações necessárias ao exercício do controle;
- Eleição de um membro do conselho de administração por acionistas titulares de ações preferenciais que detenham pelo menos 10% do capital social. No caso de acionistas titulares de ações com direito a voto é assegurada a eleição de um membro a titulares de 15% do total das ações com direito a voto;
- Direito dos acionistas titulares de ações com direito a voto de alienar suas ações por preço correspondente a 80% do valor das ações integrantes do bloco de controle, em oferta pública a ser realizada quando da alienação do controle da companhia (*tag-along*);
- A criação de vantagens mais efetivas às ações preferenciais negociados no mercado de valores mobiliários (art. 17, § 1º). Uma das recentes inovações é a imposição de que as ações preferenciais com direito de voto restrito ou vetado somente serão negociadas no mercado de valores mobiliários se tiverem:
 - I. Direito ao dividendo de, no mínimo 25% do lucro (artigo 202 da Lei das S.A.), com prioridade a 3% do Patrimônio Líquido da ação e igualdade de condições com as ordinárias; ou
 - II. Dividendos de pelo menos 10% maior que as ordinárias;

III. Serem incluídas em oferta pública de alienação de controle (*tag-along*), assegurando dividendo pelo menos igual aos das ordinárias.

- O fortalecimento do direito de recesso, pois, além de se acrescentar cisão, em determinadas hipóteses, no rol das deliberações possíveis de recesso alterou-se o critério legal de dispersão, que passa a ser relacionado à espécie ou classe de ação do acionista dissidente.
- Previsão da possibilidade de se instituir estatutariamente a arbitragem como forma de resolução dos conflitos entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários (art. 109, § 3º).

Também foram publicados códigos de melhores práticas de governança por agentes importantes do mercado de capitais, tais como: códigos de boas práticas de governança corporativa do IBGC, Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) e do fundo de pensão PREVI do Banco do Brasil, além das recomendações da CVM sobre governança corporativa. A principal atuação no sentido de buscar melhores práticas de governança corporativa foi a instituição, na B3, no final de 2000, do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Rogers, 2006).

2.1.2 Conceito de Governança Corporativa

Primeiramente, Williamson (1996) descreveu a GC como guardião dos direitos dos acionistas ao definir que a GC trata de justiça, da transparência e da responsabilidade das empresas no trato de questões que envolvem os interesses do negócio e os da sociedade como um todo.

Já, Shleifer e Vishny (1997, p. 737) afirmam que a “governança corporativa lida com as maneiras pelas quais os fornecedores de capital para corporações asseguram-se de obter um retorno sobre seus investimentos” e assim otimizar o desempenho das companhias.

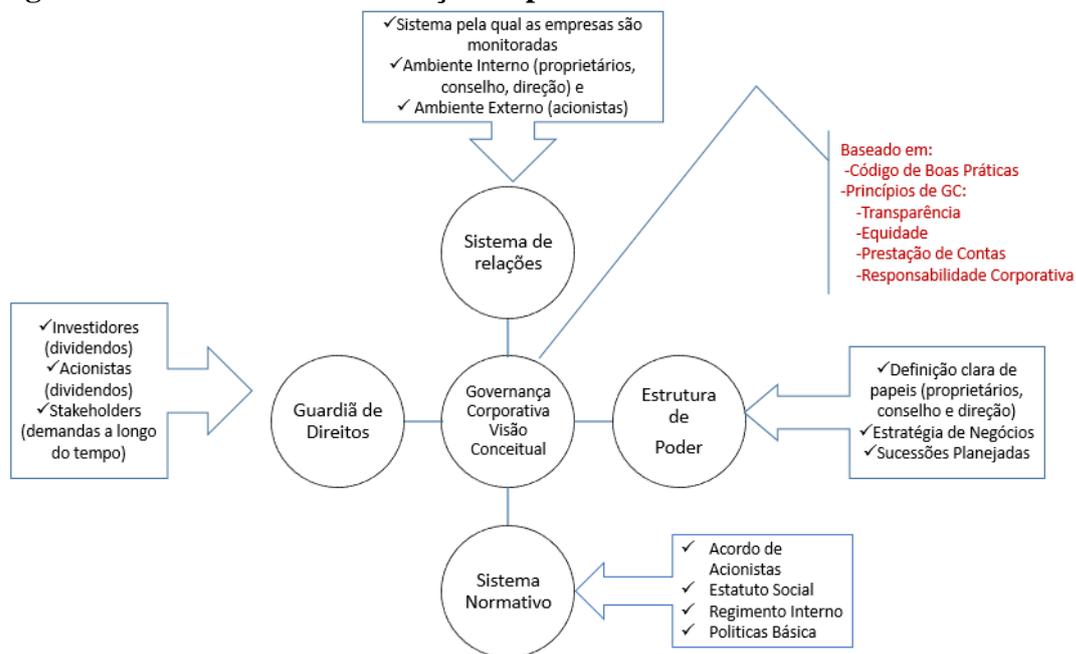
Monks e Minow (2004), argumentam que em essência, a governança corporativa é a estrutura que se destina a certificar-se de que as perguntas certas são feitas e que os controles internos certificam de que as respostas dadas refletem o que é melhor a longo prazo, de forma sustentável (Tradução da autora).

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2015) define a governança corporativa como o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma

companhia ao proteger todas as partes interessadas, como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital.

Os conceitos de governança corporativa apresentados envolvem um sistema ou conjunto de relações entre empresa, acionistas e partes relacionadas, mas em comum pressupõem um conjunto de práticas que garantam a estes, a perenidade de seus investimentos, que podem ser representados pela Figura 03.

Figura 3 - Sistema de Governança Corporativa



Fonte: Adaptado de Silva (2016, p. 32).

E por fim, Andrade e Rossetti (2012, p.25) sintetizam o conceito de governança corporativa como “um conjunto de valores, princípios, propósitos, papéis, regras e processos que regem o sistema de poder e os mecanismos de gestão das empresas”, gerenciando ou oportunizando maximização da riqueza dos acionistas de um lado e buscando minimizar oportunismos conflitantes com este fim, inclusive com a minimização do conflito de agência existente entre acionistas minoritários e majoritários.

Nessa pesquisa, o conceito de GC adotado é o de Andrade e Rossetti, por contemplar a GC como uma estrutura coesa baseada em um conjunto de valores, princípios, propósitos, papéis, regras e processos que regem o sistema de poder e os mecanismos de gestão das empresas, que busca o equilíbrio em todas as forças operantes na empresa.

2.1.3 Princípios da Governança Corporativa

A partir dos conceitos apresentados, a governança corporativa pode ser compreendida como um conjunto de princípios utilizados para perpetuar a empresa ao longo do tempo. Estes princípios no Brasil foram definidos pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), e indicados pela CVM. Segundo estes “as boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum” (IBGC, 2015).

O Relatório da OCDE(2002) direciona que o conselho de administração deve agir sempre com base em quatro princípios fundamentais: Equidade (*Fairness*), Transparência (*Disclosure*), Prestação de Contas (*Accountability*) e Cumprimento das Leis (*Compliance*). Estes princípios também estão na lei Sarbanes Oxley, e em outros códigos de boas práticas de Governança Corporativa, como da OCDE, apresentados na Tabela 01.

Tabela 1 – Princípios de Governança Corporativa da OECD

Princípio OECD	Descrição
Proteção aos direitos dos <i>shareholders</i>	Implica a proteção dos acionistas e manutenção da confiança dos investidores de forma a assegurar a entrada contínua de capital necessário.
Tratamento equitativo dos <i>shareholders</i>	Implica em tratamento equitativo para todos os investidores, incluindo os acionistas minoritários.
Proteção dos direitos dos <i>stakeholders</i>	Implica a habilidade de considera a e ponderação dos interesses de todos os <i>stakeholders</i> , incluindo colaboradores, clientes, parceiros e comunidade local.
Divulgação Precisa das Informacolib(<i>Disclosure</i>)	Implica a divulgação precisa e oportuna de informações claras, consistentes e comparáveis, em bons e maus momentos.
Exercício diligente das responsabilidades do Conselho de Administração	As decisões do Conselho de Administração devem ser livres de interfertilidade políticas e os seus membros devem exercer suas responsabilidades de forma diligente e independente.

Fonte: OECD, 1999

No Brasil, os princípios básicos de Governança Corporativa são: “Transparência, Equidade, Prestação de Contas (*accountability*) e Responsabilidade Corporativa.”

Ao comparar os princípios de GC internacional e nacional, verifica-se que há diferença em um dos princípios. Internacionalmente utiliza-se o *compliance* ou cumprimento das leis, que

se refere a assegurar que as leis são fielmente cumpridas, não somente aquelas relacionadas aos funcionários, mas também as que regem a atuação dos setores, devendo a empresa estar atenta a regulamentação do setor em qual se enquadra. No Brasil, utiliza-se a responsabilidade corporativa, que abrange questões relacionadas à sustentabilidade da empresa para garantir sua longevidade, devendo ser zeladas pelos sócios, administradores (conselheiros de administração, executivos e gestores), conselheiros fiscais e auditores.

Os quatro princípios de Governança Corporativa utilizados no Brasil como balizadores da GC, indicados pela CVM e B3, foram reunidos no quadro 02. Este apresenta o conceito de cada princípio de GC, bem como o que deve ser evidenciado, divulgado ou demonstrados pelas empresas.

Quadro 2 – Princípios de Governança Corporativa no Brasil

Princípio	Conceito	O que deve ser evidenciado
Transparência (Disclosure)	<p>A transparência consiste no desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que condizem à preservação e à otimização do valor da organização, ressalta-se que se há uma boa comunicação interna e externa, isso gera um clima de confiança nas relações internas e com terceiros. Fonte: IBGC (2017).</p>	<p>Para a OCDE (2016) orientou que a governança corporativa deve assegurar a divulgação oportuna e precisa de todos os fatos relevantes a empresa, compreendendo:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Relatórios econômicos financeiros • Estrutura e política da Governança Corporativa • Objetivos e estratégia da empresa • Transações com partes relacionadas • Fatores de riscos previsíveis e as vulnerabilidades; e • Informações financeiras econômicas preparadas e auditadas de acordo com as normas contábeis <p>A Lei Sarbanes Oxley (Andrade e Rossetti, 2012, p. 180) impõe além das informações contidas na OCDE, obriga as empresas há:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Exigir divulgação em tempo real de quaisquer informações relevantes não contabilizadas que impactem nos negócios e resultados corporativos.
Equidade (Fairness)	<p>A equidade ou senso de justiça, designa o tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam os acionistas ou demais partes interessada, informou, ainda, que é primordial que exista um alinhamento entre os acionistas controladores, minoritários e administradores. Fonte: Resolução 480, CVM.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • As sociedades anônimas de capital aberto são obrigadas a divulgar a remuneração e benefícios adicionais de executivos e conselheiros. <p>O que deve ser evidenciado é:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Número ações preferenciais • Tag along • Os acionistas controladores tem menos de 50% das ações com direito a voto • Prioridade no pagamento de dividendos.

		Conclusão
Prestação de Contas (accountability)	Refere-se a prestação de serviços, são os agentes de governança que devem prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis. Andrade e Rosseti (2012).	Deve ser EVIDENCIADO no mínimo: <ul style="list-style-type: none"> • Descrição dos Negócios, estrutura organizacional e quais seus principais produtos; • Principais mercados e Market Share; • Planejamento estratégico; • Eventos importantes; • Investimento em P&D.
Responsabilidade Corporativa	<p>O objetivo desse princípio é fazer com que os agentes de governança zelem pela viabilidade econômico-financeira das organizações. Isso deve ocorrer por meio da redução das externalidades negativas de seus negócios e operações, e do aumento das externalidades positivas. É necessário levar em consideração os capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental etc.) no curto, médio e longo prazos.</p> <p>A responsabilidade corporativa tem a função de organizar, por meio dos seus acionistas, administradores e conselheiros, às questões de ordem social e ambiental nas estratégias da empresa, buscando a perenidade e sustentabilidade da mesma. Esse princípio é uma extensão da estratégia empresarial na implantação da função social, inclui aspectos como a melhoria na qualidade de vida e a qualificação e diversidade da força de trabalho de forma a cumprir com as obrigações sociais e legais.</p>	Deve ser EVIDENCIADO no mínimo: <ul style="list-style-type: none"> - investimentos em Recursos Humanos e desenvolvimento gerencial; - a empresa tem ao processo junto a CVM; - a empresa divulga os passivos contingentes - quais as Medidas Quantitativas de Criação de Valor para os Acionistas; - divulga o relatório de Sustentabilidade e/ou Balanço e /ou Relato Integrado.

Fonte: Lei Sarbanes-Oxley(2002); Andrade e Rosseti|(2012); IBGC(2017).

Vaccaro e Fontrodona (2010) discorrem que o chamado de hoje para a transparência é tão simples como o conselho de nossas mães: a mentira é tanto ruim quanto arriscada. Em nosso complexo ambiente corporativo, a falta de atenção para o espírito dessa lição básica e, ao invés disso, ao se compartilhar montagens de informações como meio para assegurar um comportamento supostamente ético, deixa as empresas e a sociedade expostas á falta de responsabilidade e boa cidadania. Parece evidente que é necessário um equilíbrio. Contudo, conseguir exige que os gestores, para construir uma estratégia de informação bem pensada, tenha em conta uma lista bastante longa de questões econômicas, sociais e, sim, até mesmo éticas. Enfrentar com êxito essa expectativa ética é mais do que uma fonte de vantagem competitiva.

2.1.4 Estrutura da Governança Corporativa

As empresas, de acordo com o IBGC (2017, p.12), “devem adotar, como parte de sua estratégia, boas práticas [...] da governança [...], a adoção dos princípios de transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa, bem como o adequado funcionamento da direção executiva, do conselho de administração (CA), da auditoria independente e do conselho fiscal, quando este se encontra instalado, é fundamental...”

Portanto, a estrutura da Governança Corporativa pode ser representada pela Figura 4.

Figura 4 - Estrutura da Governança Corporativa



Fonte: Adaptado IBGC (2015, p.19), Silva (2016, p.174).

Como o Conselho de Administração é que faz a ponte entre acionistas e empresa, esse é um órgão vital a ela, pois é o intermediador entre interesses internos e externos. Para o IBGC (2017), o objetivo do Conselho de Administração “é proteger e valorizar o patrimônio, bem como maximizar o retorno sobre o investimento.”

Ainda tendo como base o Código de Boas Práticas do IBGC (2015, p. 66) “O conselho de administração é o órgão central do sistema de governança. Por isso, deve zelar para que seus relacionamentos (com sócios, diretores, comitês, conselho fiscal e auditorias) sejam eficazes e transparentes [...] observadas regras de sigilo e equidade”.

Beiner, Drobetz, Schmid e Zimmerman (2003, p.8) apontam que o papel de monitorar e disciplinar diretamente a administração de uma empresa é do conselho de administração, portanto, é um mecanismo de controle importante, no qual garante que os gestores perseguem os interesses dos acionistas. Lipton e Lorsch (1992) e Jensen (1993) foram os primeiros a formular a hipótese de que o tamanho do conselho é um mecanismo de controle.

O tamanho do Conselho de Administração é uma questão controversa. Fama e Jensen (1983) afirmam que deve ter em torno de oito ou nove membros. Já o IBGC (2004) recomenda entre cinco e nove membros.

Outro ponto importante a ser considerado é a independência do Conselho. Existem diversos estudos anteriores que evidenciaram a importância da independência do conselho, nesta pesquisa evidenciou-se as contribuições de Hermalin e Wiesbach (2003), Agrawal e Knoeber (1996).

A pesquisa de Agrawal e Knoeber (1996) relata que a independência do Conselho de Administração está diretamente relacionada com o valor da empresa.

Estudos de Hermalin e Wiesbach (2003) contribuíram evidenciando que a composição do conselho não está correlacionada com o desempenho da empresa, mas, no entanto, o número de diretores no conselho de uma empresa está negativamente relacionado ao desempenho financeiro desta, e que as empresas com proporções maiores de diretores externos e conselhos menores tendem a fazer, indiscutivelmente, melhores decisões, e ainda que os conselhos parecem evoluir ao longo do tempo, dependendo da posição de barganha do CEO em relação à dos diretores existentes. O desempenho firme, o roteamento do CEO e as mudanças na estrutura de propriedade parecem ser fatores importantes que afetam as mudanças nos conselhos.

Fama (1980), e Fama e Jensen (1983a) indicam que os conselheiros externos têm incentivos para desenvolver uma reputação de especialistas do controle da decisão no mercado de trabalho para os seus serviços e, por conseguinte, não se sentiriam atraídos por acordos com os membros internos, os quais poderiam prejudicar aos acionistas, dessa forma, essa categoria

de administradores no Conselho aumentaria a sua eficiência, como consequência, aumentaria o valor da empresa.

No Brasil, a pesquisa de Correia e Amaral (2009) evidenciou que na amostra pesquisada não se observaram, necessariamente, as condições ideais para que o Conselho caracterize um instrumento eficiente de governança. Os resultados mostraram que os Conselhos das empresas analisadas cumprem os critérios “tamanho” e “separação das funções de CEO e de presidente do Conselho”. Entretanto, quanto ao critério “independência”, não se constata a sua observância efetiva, visto que a maioria dos membros dos Conselhos representa os acionistas controladores.

Bhagat e Black (2000) e Dutra e Saito (2002) propõem a separação dos conselheiros em 04 classes, e o IBGC (2015, p. 45) afirma que os conselheiros podem ser separados em três classes, o quadro 02 sintetiza os tipos e conceitos de cada classe.

Essas classes são importantes na avaliação do conselho de administração e fazem parte das variáveis de controle dessa pesquisa, apresentadas no capítulo 3.

Quadro 3 – Componentes do Conselho de Administração

Continua

Tipo de Conselheiro	Quem São	Utilizado Por
Representante do grupo Controlador	Conselheiro que possui assento no conselho ou na diretoria de empresas pertencentes ao grupo controlador da companhia, ou que é membro da família detentora ou participante do controle, ou ainda integrante da esfera de governo que detenha ou participe do controle.	Bhagat e Black (2000) Dutra e Saito (2002)
Interno	Conselheiros que participam simultaneamente do conselho e da diretoria da empresa.	Bhagat e Black (2000) Dutra e Saito (2002) IBGC (2015)
Afiliado	Conselheiros que possui um ou mais das seguintes características: (1) ex-funcionário da companhia ou grupo controlador; (2) funcionário ou beneficiário de fundação previdenciária patrocinada pela própria companhia; (3) representante eleito dos funcionários; (4) empregado sem cargo de diretoria; (5) ex-integrante do governo ou de companhia estatal que detenha ou participe do controle; e (6) diretor ou conselheiro de empresa controlada ou coligada.	Bhagat e Black (2000) Dutra e Saito (2002)
Conclusão		

Externo	Conselheiros sem vínculo atual comercial, empregatício ou de direção com a organização, mas que não são independentes tais como ex-diretores e ex-empregados, advogados e consultores que prestam serviços à empresa, sócios ou empregados do grupo controlador, de controladas ou de companhias do mesmo grupo econômico e seus parentes próximos e gestores de fundos com participação relevante.	IBGC (2015)
Independentes	Conselheiros externos que não possuem relações familiares, de negócio, ou de qualquer outro tipo com sócios com participação relevante, grupos controladores, executivos, prestadores de serviços ou entidades sem fins lucrativos que influenciem ou possam influenciar, de forma significativa, seus julgamentos, opiniões, decisões ou comprometer suas ações no melhor interesse da organização. O papel dos conselheiros independentes é especialmente importante em companhias com capital disperso, pois faz contraponto com a diretoria dominante.	Bhagat e Black (2000) Dutra e Saito (2002) IBGC (2015)

Fonte: Bhagat e Black (2000), Dutra e Saito (2002) e IBGC (2015).

Dutra e Saito (2002) defendem, que a princípio, nos debates internos do conselho, os conselheiros são livres para decidir dentro dos limites legais estabelecidos. E o seu posicionamento depende fundamentalmente de suas crenças, convicções e conhecimento a respeito da matéria em exame. Por isso, é razoável supor que esta liberdade é maior para os conselheiros independentes, porque estes são sujeitos à menores pressões por parte do controlador ou da administração.

E, ainda, defendem que “... o pressuposto para os critérios de separação reside na concepção de que conselheiros independentes provavelmente realizarão um trabalho mais efetivo de defesa do valor das ações de acionistas não controladores, comparativamente ao papel esperado daqueles classificados como afiliados, internos ou controladores” (Dutra e Saito, 2002, p.17).

O IBGC (2015) também recomenda a adoção de um Conselho Fiscal permanente, cujo o objetivo é de fiscalizar os atos da Administração, agindo como um mecanismo de controle independente.

Como já mencionado em diversas partes da pesquisa, o IBGC (2015) afirma que as boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade e a define como o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas e Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal.

Em colisão com esta mesma ideia, a B3 (2017) “acredita que o constante aperfeiçoamento das boas práticas de governança corporativa resulta em uma gestão mais transparente, atende ao propósito de nivelar o conhecimento e mais proteção aos investidores”. E, desta forma, o processo colabora para maximizar a criação de valor na empresa e propicia às partes relacionadas elementos para a tomada de decisões estratégicas.

Andrade e Rosseti (2012) relatam que as recomendações de boas práticas de governança são baseadas em cartilhas e códigos de governança corporativa publicados e adotados em todo o mundo, mas adaptados às condições brasileiras de mercado e de exigências da lei. Em relação às práticas de governança sugeridas no Brasil, o IBGC e a CVM ilustram a adoção de práticas diferenciadas, conforme apresentado no Quadro 04:

Quadro 4 - Recomendações sobre Governança Corporativa do IBGC e da CVM

Continua

Ação	Detalhamento	IBGC	CVM
Conceito “uma ação = um voto”	O direito de voto deve ser assegurado a todos os sócios, independente da espécie ou classe de ações.	X	-
Ações ordinárias e preferenciais	A empresa deve priorizar a emissão somente de ações ordinárias e a redução, ao máximo, chegando a eliminação, das ações preferenciais.	X	X
Processo de votação	A empresa deve facilitar o processo de votação, bem como incentivar a participação dos acionistas nesta.	X	X
Arbitragem	Os conflitos entre os sócios e a sociedade devem ser resolvidos por meio da arbitragem.	X	X
Free-float ⁶	As empresas devem fazer esforço para manter o maior número de ações em circulação.	X	-
Direito de tag-along ⁷	Determinação do direito de tag-along além do estabelecido pela legislação.	X	X
Acordo de Acionistas	Deve estar publicamente disponíveis.	X	X
	Não deve restringir o direito de voto de qualquer membro do Conselho de Administração.	X	-
Conselho de Administração	Entre 5 e 09 membros.	X	X
	As posições de CEO e de presidente do Conselho devem ser ocupadas por pessoas diferentes.	X	X
	Formado por conselheiros independentes.	X	X
	Mandato unificado de um ano, podendo haver reeleição.	X	X
Conselho Fiscal	Deve ser permanente e independente.	X	X
Operações com partes relacionadas	Devem ser detalhadas nas publicações da empresa.	X	X

⁶ *Free-Float* é um termo utilizado quando uma empresa deixa determinada quantidade de ações à livre negociação no mercado. Ou seja, *free float* se refere ao número de ações em circulação à disposição para negociação no mercado, excluindo-se as que estão em mãos de acionistas com mais de 5% do capital total da empresa, as pertencentes aos controladores e aquelas na tesouraria da companhia.

⁷ *Tag-along*: de acordo com o artigo 254-A da Lei das S.A., 6.404/76, o *tag-along* é um mecanismo de proteção que assegura aos acionistas minoritários de uma empresa o direito de deixarem a sociedade, caso o controle da companhia seja adquirido por um novo investidor que até então não fazia parte dela.

			Conclusão
Remuneração	A empresa deve divulgar informações sobre a remuneração dos conselheiros e da diretoria, mesmo que seja somente o montante, por motivos de segurança pessoal dos membros.	X	-
Auditoria	Auditoria independente.	X	X
Formação de comitês	A formação de comitês especializados, como de auditoria, remuneração e finanças, por exemplo, deve ser estimulada, para acelerar e apoiar as decisões do Conselho de Administração.	X	-
Informações Financeiras	Adoção das normas internacionais de contabilidade CPC – IFRS em vigor desde 2010.	X	X

Fonte: adaptado de Melo, 2007, p.34.

O quadro 4 mostra que tanto o IBGC e a CVM possuem recomendações sobre governança corporativa semelhantes, sendo que a principal diferença está em ter somente ações ordinárias e não preferenciais, o que no caso dessa pesquisa não exerceu influência, uma vez que somente as empresas do segmento Novo Mercado foram selecionadas na amostra. Outros dois pontos divergentes são os relacionados a remuneração dos Conselheiros e a formação de Comitês especializados, tais como: de auditoria, remuneração e finanças.

TEORIA DA MAXIMIZAÇÃO DA RIQUEZA DO ACIONISTA

A *Shareholders Theory* é denominada no Brasil de Teoria dos Acionistas ou Teoria da Maximização da Riqueza dos Acionistas, e representa um desdobramento da teoria da Firma. Foi proposta por Milton Friedman, em 1970, e afirma que a responsabilidade exclusiva dos negócios é aumentar os lucros. Tem a ideia central de que a administração da empresa é contratada como “agente” dos acionistas para gerir a mesma em seu proveito e, assim, estão legalmente e moralmente obrigados a atender seus interesses.

Jensen (2001) discorre que para a maioria dos economistas financeiros, sempre se perguntaram sobre a função-objetivo da corporação, e estes simplesmente devem responder que utilizam um critério claro e lógico para tomar decisões e ter seu desempenho avaliado, e que esse critério deve ser a maximização do valor da empresa.

Nessa perspectiva, o que melhor demonstra o valor em economia e finanças e indica que o bem-estar social é maximizado quando todas as firmas na economia maximizam seu valor total, ideia central de Jensen. E este argumento é reforçado pela maioria dos livros de Administração Financeira, pois estes afirmam que o administrador financeiro deve atuar no interesse dos proprietários, tendo por objetivo a maximização da riqueza destes (Passos, Bezerra

e Correa (2016); Gama Boaventura, Rodrigues Cardoso, Simoni da Silva e Santos da Silva (2009); Brealey e Myers (2000)).

Ainda defendendo que a maximização da riqueza é o objetivo de toda e qualquer empresa capitalista, Sundaram e Inkpen (2004) defendem essa abordagem por ter sido a predominante nos últimos 150 anos, período em que nenhuma outra se mostrou mais eficiente. As principais teses sobre a teoria da firma desenvolvidas no campo da economia ressaltam que deve caber aos proprietários o direito sobre os resíduos (lucros) e a tomada de decisões na empresa (Passos, Bezerra e Correa, 2016).

Muitas pesquisas vieram reforçar a ótica da teoria dos *Shareholders* – Macey (1991), Bainbridge (1993) e Smith (1998), Jensen (2001), Sundaram e Inkpen (2004) –, evidenciando a maximização da riqueza dos acionistas, até por meio de normas corporativas como função-objetivo da firma (Passos, Bezerra e Correa, 2016; Gama Boaventura, Rodrigues Cardoso, Simoni da Silva, e Santos da Silva, 2009).

A premissa básica da teoria da Maximização da Riqueza do Acionista se baseia na ideia de que se proprietários (*shareholders*) têm direito sobre os resíduos (lucros) dos recursos produzidos pela empresa, então a firma, ao maximizar seu valor, também maximizará a riqueza dos *shareholders*. Além desse argumento baseado no direito residual dos *shareholders*, também há a argumentação tradicional de que, como os *shareholders* são os *stakeholders* que carregam mais riscos e menos direitos legais em relação à firma, deve ser em favor deles que as decisões deverão ser tomadas (Fontrodona e Sison, 2006; Silveira et al., 2005; Passos, Bezerra e Coelho, 2016).

Ao defender a ideia de maximizar a riqueza do acionista, Silveira, Yoshinaga e Borba (2005) afirmam que: “[...] todos os participantes da corporação possuem contratos explícitos ou implícitos que lhes permitem saber de antemão com quanto e quando serão remunerados, exceto os acionistas.” Com relação à hierarquia de recebimentos, o risco do acionista é maior, pois ele somente receberá remuneração se todos os outros públicos de interesse forem antes remunerados.

Jensen (2001) apud Silveira, Yoshinaga e Borba (2005) reconhece que ao aceitar que a teoria da maximização da riqueza dos acionistas, considerando que esta é equivalente a maximizar o valor da empresa, de forma nenhuma assegura que a empresa terá sucesso.

Observando a teoria da maximização da riqueza sob o aspecto normativo, os executivos da companhia são representantes dos acionistas e designados pelo Conselho de Administração, que, por sua vez, é eleito pelos acionistas. Dessa forma, cabe aos executivos tomar decisões em função do melhor interesse dos acionistas, e não equilibrar interesses em favor de todos os

públicos envolvidos com a companhia (Passos, Bezerra e Correa (2016); Gama Boaventura, Rodrigues Cardoso, Simoni da Silva e Santos Da Silva (2009)).

Além dos aspectos abordados em favor da teoria da maximização da riqueza dos acionistas, Sundaram e Inkpen (2004) enfatizam que, ao maximizar o valor para o acionista, todo o valor da empresa estaria sendo maximizado, isto é, tal objetivo estaria favorecendo todos os envolvidos com a empresa que tivessem interesse em seu sucesso a longo prazo, ou seja, todos os *stakeholders* seriam beneficiados ao maximizar-se a possibilidade de sobrevivência da corporação no longo prazo (Passos, Bezerra e Correa (2016); Gama Boaventura, Rodrigues Cardoso, Simoni Da Silva e Santos Da Silva, 2009).

Outro fator favorável ao objetivo de maximização do valor das empresas apontado por Jensen (2001) e Sundaram e Inkpen (2004) é que se trata de um objetivo claro, que evita problemas em situações de possíveis conflitos entre os diversos públicos envolvidos com as empresas. Em contraposição, ter mais de um objetivo pode tornar a administração de uma empresa confusa ou até mesmo inviável (Gama Boaventura, Rodrigues Cardoso, Simoni da Silva, Santos da Silva, 2009).

Sundaram e Inkpen (2004) definem mais argumentos favoráveis à abordagem da maximização do valor da empresa:

a) a busca de equilíbrio entre as partes relacionadas pode levar a uma redução dos incentivos ao empreendedorismo nas empresas, pois fornecedores, empregados e credores têm interesse na redução dos riscos dos fluxos de caixa da empresa;

b) as demais partes relacionadas com a empresa que não são acionistas podem, caso queiram, facilmente se transformar em acionistas (em especial em mercados com controle acionário pulverizado, que é o caso dos EUA), mas o movimento contrário não é tão simples assim.

É necessário destacar que a teoria da maximização da riqueza dos acionistas também sofre críticas. Sundaram e Inkpen (2004), estudiosos dessa teoria, reconhecem fraquezas na abordagem da maximização da riqueza dos acionistas. Os gestores podem simplesmente transferir riqueza dos vários públicos interessados na empresa para os acionistas em vez de realmente aumentar o valor da empresa, porém como a própria premissa da teoria define que a maximização do lucro é sendo uma empresa eticamente correta e utilizando as boas práticas de mercado.

Jensen (2001), afirma que não há possibilidade de maximizar o valor da empresa em longo prazo se os gestores ignorarem ou prejudicarem alguém importante envolvido com a

empresa. Assim, continua o autor que, mesmo atendendo aos interesses de importantes das partes interessadas, o principal objetivo deve ser a maximização do valor da firma.

É claro para os estudiosos como Sundaram e Inkpen (2004), Silveira (2005), entre outros, que levar a teoria da MRA ao extremos é prejudicial a empresa uma vez que pode-se não considerar aspectos éticos, ambientais, ou morais, portanto é necessário ter um equilíbrio na tomada de decisões por parte dos administradores.

Segundo Silveira (2015), “no Reino Unido, em 2006, a UK Companion Act inovou no debate sobre o propósito das empresas em propor uma MRA suavizada, denominada “valor para o acionista” (*enlightened shareholders value*), que defende que os conselheiros devem agir de maneira que considerarem mais apropriada para o sucesso da empresa e de seus acionistas, devendo considerar os seguintes aspectos em suas decisões:

- a. As possíveis consequências de suas ações no longo prazo;
- b. Os interesses dos empregados;
- c. A necessidade de promover relacionamentos de negócios saudáveis com fornecedores, clientes e outros;
- d. O impacto das operações da companhia sobre a comunidade e o meio ambiente;
- e. O desejo da empresa em manter uma elevada reputação em seus negócios; e
- f. A necessidade de agir de maneira justa nas relações entre os diferentes acionistas da empresa.

Para Silveira (2015), essa versão de teoria MRA pela UK Companion Act tem o intuito de se evitar o extremismo na busca da riqueza ao acionista.

ÍNDICES ECONÔMICOS FINANCEIROS

Os índices econômicos financeiros utilizados nesta pesquisa como variáveis dependentes, são: Q-Tobin, Retorno do Patrimônio Líquido (ROE), EBITDA Modificado, Rentabilidade do Ativo (ROA), Alavancagem Financeira e Valor Econômico da Empresa. Na sequência foi abordado cada índice.

2.1.5 Q-Tobin

O Modelo do Q de Tobin (TOBIN, 1969) propõe relacionar o mercado de ações com os investimentos da firma. O preço das ações tende a refletir a demanda por capital da mesma. Os

gestores tomam suas decisões baseados na flutuação dos preços das ações, ou seja, investindo mais quando há valorizações (Pellegrine, Arieira e Gimenes, 2012).

O Modelo do Q de Tobin foi criado por Tobin (1968) e Brainard (1969), este modelo propõe um quociente (q) entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos físicos, capaz de indicar como novos investimentos afetarão o valor presente dos lucros, evidenciando desta forma quando existe ou falta incentivo a novos investimentos, portanto, vem o objetivo de relacionar o mercado de ações com os investimentos da firma. Os estudos anteriores como de Leal e Carvalhal da Silva, 2005; Beiner *et al.*, 2003; Mello, 2007; Correia, 2008, utilizaram esse modelo.

Existem vários modelos do Q-tobin, o proposto por Tobin em 1969, Lindeberg e Ross (1981), por Megna e Klock (1993) e uma versão denominada Q-tobin elaborada proposta por Chung e Pruitt (1994), que é o modelo adotado pela presente pesquisa, expresso pela fórmula:

$$Q_TOBIN = \frac{VMA+D}{AT} \quad (1)$$

Onde:

VMA - Valor de Mercado da Ação

D = Recursos de Terceiros, expresso pela fórmula

AT = ativo Total

D= VCPC -VCAC+ VCE + VCDLP

VCPC é o valor contábil dos passivos circulantes da firma

VCAC é o valor contábil dos ativos Circulantes

VCE é o valor contábil dos estoques

VCDLP é o valor contábil das dívidas de longo prazo (PNC)

2.1.6 ROE – Retorno do Patrimônio Líquido

Este é um indicador que mede a capacidade de agregar valor de uma empresa a partir de seus próprios recursos e do dinheiro de investidores. O ROE - *Return on Equity*, em português é chamado de Retorno sobre o Patrimônio Líquido, segundo Assaf Neto (2010, p.231) “deve ser comparado sempre com a taxa de retorno mínima exigida pelo acionista”. Por isso, para tornar-se atraente “todo o investimento deve oferecer uma rentabilidade pelo menos igual à taxa de oportunidade” .

Os estudos anteriores como de Gompers, Ishi e Metrick (2003); Leal e Carvalhal (2005); Mello, (2007); Correia, (2008), utilizaram esse índice, que é calculado pela seguinte fórmula:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (2)$$

2.1.7 EBITDA Modificado

EBITDA é a sigla para *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, que em português significa Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização. O EBITDA por si só, é um indicador financeiro, e representa quanto uma empresa gera de recursos através de suas atividades operacionais, sem contar impostos e outros efeitos financeiro (Assaf Neto, 2011).

O EBITDA Modificado elaborado por Chi (2005), utilizado por Lanzana (2004) e Correia (2008), tem o objetivo de avaliar o desempenho operacional da empresa e é calculado pela seguinte fórmula:

$$\text{EBTMOD} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{ATIVO TOTAL}} \quad (3)$$

2.1.8 ROA – Retorno do Ativo

ROA é a abreviação de *Return On Assets*, que em português significa retorno sobre os ativos, e este demonstra a capacidade dos ativos da empresa em gerar resultados, sendo expresso em porcentagem. Utilizado por Chi (2005) e Correia (2008).

Segundo Silva (2017, p.157), “O retorno sobre o ativo total (ROA), tem por objetivo medir a EFICIÊNCIA global da alta direção da empresa na geração de lucros com seus investimentos totais.” Desta forma é interpretado como quanto mais elevado o retorno sobre o ativo total de uma empresa, melhor”. Em outras palavras, o ROA tem a função de demonstrar o quanto a empresa consegue fazer com o que possui, permitindo fazer comparações de empresas sobre eficiência no uso do capital investido, sua equação é da seguinte forma:

$$\text{ROA} = \frac{\text{LUCRO LÍQUIDO}}{\text{ATIVO TOTAL}} \quad (4)$$

2.1.9 Valor Econômico da Empresa

Tem o objetivo de mensura o valor do Capital Social da empresa a um valor econômico, podendo ser considerado o valor justo em determinada data. A fórmula utilizada para calcular o Valor Econômico da empresa é:

$$\text{VEE} = (\text{n. de ações} \times \text{cotação}) \quad (6)$$

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Neste capítulo, apresenta-se os procedimentos metodológicos definidos para o alcance dos objetivos estabelecidos para o estudo; já para a construção de um pensamento lógico este capítulo subdivide-se em: delineamento de pesquisa, população e amostra, variáveis da pesquisa, hipóteses da pesquisa, constructo da pesquisa, forma de tratamento e análise dos dados, e as limitações da pesquisa.

3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

O presente estudo caracteriza-se, primeiramente, como uma pesquisa descritiva. De acordo com Sampieri, Collado e Lucio (2013), os estudos descritivos buscam especificar, medir ou ainda avaliar as características de um fenômeno que possa ser submetido a análise. “É útil para mostrar com precisão os ângulos ou dimensões de um fenômeno”. Gil (2002), ainda complementa que a pesquisa descritiva visa descrever características de uma população, de um fenômeno, ou estabelecer relações entre variáveis.

A pesquisa pode ser classificada, ainda, como correlacional, pois busca a relação entre princípios de governança corporativa e índices de desempenho econômico-financeiro das empresas do segmento Novo Mercado da B3. Baseando-se em Sampieri, Collado e Lucio (2013), os estudos correlacionais têm sua finalidade em conhecer a relação ou grau de associação entre duas ou mais variáveis em um contexto específico.

Na abordagem do problema, o estudo caracteriza-se como quantitativo. O método quantitativo singulariza-se pelo emprego da quantificação, tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas através de técnicas estatísticas (Richardson, 2012).

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população desse estudo são as empresas listada na B3, no segmento Novo Mercado, que são as empresas com regras diferenciadas, que se comprometem com a adoção de boas práticas de governança corporativa baseadas em princípios divulgados e adotados internacionalmente pela OCDE e nacionalmente pelo IBGC/CVM.

Segundo os dados extraídos da listagem da B3 de 21/12/2016, são inicialmente 128 empresas no novo mercado, distribuídas por 11 setores econômicos, 37 subsetores e 59 segmentos.

Dentre a população selecionada estavam as empresas do setor financeiro, conforme denominação da B3, que foram excluídas, porque as mesmas apresentam características específicas e devem ser tratadas separadamente (BEINER *et al.*, 2003). Desta forma, a amostra inicial compreende 119 empresas no novo mercado, distribuídas por 10 setores econômicos, 30 subsetores e 53 segmentos, conforme Apêndice A e tabela 01.

Destarte, as características da pesquisa são apresentadas com base na amostra intencional, por conveniência, e não probabilística (Sampieri *et al.*, 2006; Richardson, 2015; Baptista & Campos, 2016; Martins & Theóphilo, 2016).

E ainda, se ocorrem empresas que não apresentem nos Formulários de Referência, ITR, DFP, todas as informações necessárias a análise, ou seja, tenham informações incompletas, estas também serão excluídas da amostra. Utilizando-se todos esses critérios, a amostra final é composta por 105 empresas, conforme Tabela 1.

Tabela 2 - Amostra Final

Observações Iniciais	128
(-) Exclusões das empresas do setor de fundos, finanças e seguros	21
(-) Variáveis incompletas	2
(-) Outliers acima e abaixo	
(=) Amostra final para aplicação do Índice	105

Fonte: Elaborado pela autora com dados da pesquisa.

3.3 ORIGEM DOS DADOS

Para se obter os dados da pesquisa utilizados nas variáveis dependentes (quadro 09) e nas variáveis de controle (quadro 10), se utilizou a base de dados Economatica® e o sistema EmpresasNet. O Sistema EmpresasNet é um programa que deve ser utilizado pelas companhias registradas na CVM para gerar e enviar os Formulários Cadastral, de Referência, ITR, DFP, SEC e documentos IPE à CVM - Comissão de Valores Mobiliários e a B3. Os dados são anuais, acumulados e referentes ao último dia útil dos anos analisados.

Para a obtenção da pontuação dos princípios – variáveis independentes, foram utilizados dados secundário disponíveis publicamente. Foram consultados documentos da empresa, como relatórios anuais, demonstrativos financeiros, relatórios como o ITR e as DFP, além de informações disponíveis no website da própria empresa, da CVM ou ainda da B3.

3.4 PERÍODO ANALISADO

O período analisado foi de 2011 a 2017, para a escolha do período levou-se em consideração os seguintes fatos:

- período pós crise 2008, a crise mundial que afetou muito países, tem suas raízes na "bolha da Internet" de 2001 e que se precipitou com a falência do tradicional banco de investimento estadunidense Lehman Brothers, fundado em 1850, seguida no espaço de poucos dias pela falência técnica da maior empresa seguradora dos Estados Unidos da América, a *American International Group* (AIG). As mais importantes instituições financeiras do mundo, Citigroup e Merrill Lynch, nos Estados Unidos; Northern Rock, no Reino Unido; Swiss Re e UBS, na Suíça; Société Générale, na França declararam ter tido perdas colossais em seus balanços, o que agravou ainda mais o clima de desconfiança, que se generalizou. No Brasil, as empresas Sadia, Aracruz Celulose e Votorantim anunciaram perdas bilionárias. Para evitar colapso, o governo norte-americano reestatizou as agências de crédito imobiliário Fannie Mae e Freddie Mac, privatizadas em 1968, que agora ficarão sob o controle do governo por tempo indeterminado. Tem países que ainda afirmam que estão sofrendo com os efeitos desta crise econômica (Exame (2012), Valor econômico(2012)).

- pós convergência às normas internacionais de contabilidade no Brasil – 2010, a padronização com as normas internacionais (IFRS) no Brasil se iniciou em 2007, mas se tornou obrigatória a partir de 2010, conforme alterações da Lei 6.404/76 por meio das Leis 11.638/07 e 11.941/07;

3.5 VARIÁVEIS DA PESQUISA

Para o estudo chegar ao objetivo proposto, foram definidas variáveis independentes que são o objeto de mensuração estudo dessa pesquisa, variáveis dependentes que são os resultados e/ou consequências esperados ao estimular as variáveis independentes e as variáveis de controle que tem a função de explicar os *outliers*.

As variáveis independentes foram criadas para mensurar os princípios de governança corporativa que são, de forma sucinta:

Quadro 5 - Princípios da Governança Corporativa

O que Mensurar?	Governança Corporativa
Transparência	Consiste no desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que condizem à preservação e à otimização do valor da organização.
Equidade -	Caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (<i>stakeholders</i>), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas.
Prestação de Contas (accountability) -	Os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis.
Responsabilidade Corporativa -	Os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e suas operações e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional, etc.) no curto, médio e longo prazos.

Fonte: IBGC (2015), Andrade e Rossetti (2014).

Os princípios de governança corporativa são as variáveis independentes e a partir delas foi elaborado um protocolo de estudo, que é um roteiro de perguntas estruturadas, baseados em Carvalhal da Silva (2002) e Lanzana (2004).

De acordo com Catapan (2011, p.36) apud Almeida (2008), de modo geral, “os estudos que envolvem índices de governança são constituídos de maneira objetiva e com questões binárias, as quais contemplam diversas questões acerca da governança, baseados nas recomendações dos códigos de governança”.

O quadro 07 apresenta o protocolo utilizado como base para a pesquisa documental.

Quadro 6 - Protocolo para Pesquisa Documental

Dimensão: Transparência
1. O relatório anual, o website ou algum outro mecanismo de comunicação da empresa inclui informações sobre os conflitos de interesses potenciais, como transações entre partes relacionadas? (Verifica-se se o relatório anual contém uma seção destinada às transações entre partes relacionadas)
2. A empresa especifica em seu relatório anual ou algum outro mecanismo de comunicação sanções contra a direção ou gerência no caso de violação das práticas de governança corporativa propostas? (Verifica-se se o relatório da administração inclui alguma sanção)
3. A empresa divulga suas informações e relatórios financeiros obrigatórios por lei até a data obrigatória? (Verifica-se se a empresa pública suas informações e relatórios financeiros obrigatórios por lei até 28 de fevereiro de cada ano).

4. A empresa usa uma das empresas classificadas como BIG5 de auditoria? As BIG-5 são Ernest & Young, PwC (Price), Deloitte, KPMG e BDO
5 A empresa informa em seu website ou relatório anual a remuneração do CEO e dos membros do Conselho de Administração?
6. A empresa divulga o Ambiente de Negócios e Fatores de Risco
Dimensão: Equidade
7. A empresa mantém negociação de ADR's no nível 2, 3 ou 4 em bolsa americana?
8. A empresa em seu estatuto concede a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito a voto?
9. no estatuto da empresa está previsto que os acionistas tem o direito de eleger um ou mais membros do órgãos da administração, sem necessidade de atender as condições de quórum mínimo e lista tríplice elaborada pelo controlador?
10. As ações preferencias tem prioridade no reembolso no caso de liquidação da companhia?
11. A empresa permite direito de tag-along além daqueles exigidos por lei?
12. Os acionistas controladores, considerando acordos de acionistas, possuem menos que 50 % das ações com direito a voto? (Verifica-se o percentual nos relatórios da CVM, considerando 50 % como o limiar para o controle)
Dimensão: Prestação de Contas (Accountability)
13. A empresa divulga a descrição dos Negócios, estrutura organizacional e quais seus principais produtos?
14. A empresa identifica os principais mercados e Market Share?
15. A empresa divulga a Estratégia (Metas e Objetivos)?
16. A empresa divulga os eventos Importantes no ano?
17. São divulgados os investimentos em P&D e outros ativos intangíveis?
18. A empresa divulga de forma sistêmica suas informações aos shareholders (Relatório de Administração, Formulário de Referencia, e outros) e esta fica disponível pelo menos por 3 períodos?
Dimensão: Responsabilidade Corporativa
19. A empresa divulga os investimentos em Recursos Humanos e desenvolvimento gerencial?
20. A empresa está livre de qualquer processo atual na CVM em relação a más práticas de Governança corporativas? (Verifica-se se a empresa está entre aquelas sob investigação no website da CVM)
21. A empresa está livre de qualquer condenação ou multa aplicada pela CVM em relação as más práticas de governança corporativa ou por qualquer outra nos últimos cinco anos? (Verifica-se se a empresa encontra-se entre as condenadas ou multados no website violação das leis de valores mobiliários nos da CVM)
22. A empresa se utiliza a Câmara de Arbitragem ao invés dos sistemas legais regulares, no caso de más práticas de Governança Corporativa? (Verifica-se se a empresa privilegia a Câmara de Arbitragem)
23. a empresa divulga Medidas Quantitativas de Criação de Valor para os Acionistas
24. A empresa divulga o relatório de Sustentabilidade?

Fonte: Carvalho da Silva (2002), Lanzana (2004) e Correia (2008).

Como já mencionado, para mensurar os princípios de Governança Corporativa para cada pergunta do protocolo (instrumento de pesquisa documental) tem uma resposta “Sim” ou “Não”, cada “Sim” corresponde a 1 ponto e o “Não” corresponde a zero, podendo cada empresa pode obter no máximo 24 pontos, sendo 6 pontos para cada princípio avaliado, conforme demonstrado no Quadro 7.

O Índice geral de Governança Corporativa será o *score* das variáveis latentes (princípios de GC) dado pela análise descritiva e dados em painel. Todas as perguntas são respondidas a partir de informações disponíveis publicamente no site da empresa CVM ou B3, sendo uma pesquisa documental e não através de entrevistas. As fontes de informações são relatórios, documentos, relatórios anuais, websites.

Quadro 7 - Variáveis Independentes

Variáveis Independentes		
Transparência	ITRANP	\sum (soma) da pontuação das perguntas de 1 a 6
Equidade	IEQD	\sum (soma) da pontuação das perguntas de 7 a 12
Prestação de Contas (accountability) -	IPCON	\sum (soma) da pontuação das perguntas de 13 a 18
Responsabilidade Corporativa	IRCOR	\sum (soma) da pontuação das perguntas de 19 a 24

Fonte: Elaborado pela autora

As variáveis dependentes desse estudo demonstram o desempenho econômico-financeiro das empresas em análise já estudados e explicados no capítulo 2, e evidenciados no Quadro 08.

Quadro 8 - Variáveis Dependentes

Variáveis Dependentes	Medidas de Performance Financeira	
Q_TOBIN	Mensura a relação entre valor de mercado da firma e o valor contábil de seu total de ativos, somando o valor de mercado das ações com o valor contábil do total débitos, e dividiam pelo valor contábil do total de ativos.	$Q_TOBIN = \frac{VMA+D}{AT}$
ROE (Retorno do Patrimônio Líquido)	Este é um indicador que mede a capacidade de agregar valor de uma empresa à partir de seus próprios recursos e do dinheiro de investidores.	$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
EBITDA MODIFICADO	O EBITDA representa a geração operacional de caixa da companhia, ou seja, o quanto a empresa gera de recursos apenas em suas atividades operacionais, sem levar em consideração os efeitos financeiros e de impostos. O EBITDA Modificado foi elaborado por CHI (2005) e tem o objetivo de avaliar o desempenho operacional da empresa.	$EBTMOD = \frac{EBTIDA}{ATIVO\ TOTAL}$
ROA	Mensura a rentabilidade sobre os ativos totais da empresa.	$ROA = \frac{\text{LUCRO LIQUIDO}}{\text{ATIVO TOTAL}}$
Valor Econômico da Empresa	Mensura o valor do Capital Social da empresa a valor econômico.	VEE= (n. de ações x cotação)

Fonte: Elaborado pela autora com base em Silva (2000), Carvalhal da Silva (2002), Lanzana (2004), Chi (2005) e Correia (2008)

Por fim, no quadro 09 são evidenciadas as variáveis de controle que têm a função de explicar algumas das variações que possam ocorrer no tratamento dos dados.

Quadro 9 - Variáveis de Controle

Variáveis de Controle		
Tamanho da empresa	$TEMP = AM/2$ $ATIVO\ MEDIO = SI+SF$ $SI = \text{Ativo Total em } 01/01$ $SF = \text{Ativo Total em } 31/12$	Logaritmo Natural dos Ativos Totais (AT), medido no primeiro e último dia do exercício
Crescimento da Empresa	$CEMP = [(RV^1-RV^2/R^2)/3]$	Média da variação da receita de vendas (RV) nos últimos 3 anos
Endividamento	$ENDEMP=CT/AT \times 100$	Razão entre capital de Terceiros (passivo Total - Patrimônio Líquido) e Ativo Total x 100
Participação do Maior acionista no Capital Votante	$PCV = \frac{AV1}{AV} \times 100$	Número de ações com direito a votos em propriedade do maior acionista (AV1) dividido pelo número total de ações com direito a voto (AV) emitido pela empresa, exceto em tesouraria multiplicado por 100
Estrutura da Governança Corporativa	Tamanho do Conselho de Administração TAM_CA	Número de membros no conselho de administração
	INDEP (%)	% De conselheiros independentes no conselho de administração
	SEPAR	1, se as funções de CEO e de presidente do Conselho
		0, se as funções são exercidas pela mesma pessoa
	INTER	% de conselheiros internos no Conselho de Administração
	INDEN	% de conselheiros independentes no Conselho de Administração

Fonte: Elaborado pela autora com base em Carvalho da Silva (2002), Lanzana (2004) e Correia (2008)

3.6 HIPÓTESES DA PESQUISA

Esta dissertação adota como hipótese que a adoção dos princípios de governança corporativa gera uma relação positiva com os indicadores econômicos financeiros. Partindo desta hipótese base foi desmembrada em 04 (quatro) hipóteses:

Quadro 10 - Hipóteses da Pesquisa

H1:	A adoção dos princípios de governança corporativa tem uma relação positiva com os indicadores econômicos financeiros.
H2:	Existe uma correlação positiva entre o índice de transparência e os indicadores econômico-financeiros.
H3:	Existe uma correlação negativa entre o índice de equidade e os indicadores econômico-financeiros.
H4:	Existe uma correlação positiva entre o índice de prestação de contas (disclosure) e os indicadores econômico-financeiros.
H5:	Existe uma correlação positiva entre o índice de responsabilidade corporativa e os indicadores econômico-financeiros

Fonte: Elaborado pela autora

3.7 FORMA DE TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS

Nesta seção apresenta-se o tratamento, inicialmente efetuaram-se análises das variáveis independentes apresentadas no protocolo que buscam mensurar os princípios de Governança Corporativa pela análise descritiva afim de apresentar os seus possíveis inter-relacionamentos.

Na sequência, os dados coletados foram das empresas apresentadas na amostra e os tratamentos estatísticos utilizados foram os dados em painel em uma série temporal. Os tópicos a seguir apresentam as técnicas estatísticas de forma sucinta, uma vez que as mesmas foram apresentadas mais detalhadamente com a apresentação dos dados no tópico 4.

3.7.2 Análise Descritiva

A princípio, foi realizada uma análise descritiva dos resultados para a obtenção de gráficos e medidas resumo, com o intuito de caracterizar as observações.

Para as variáveis categóricas, isto é, os 24 itens avaliados do protocolo, serão utilizadas a frequência absoluta e a porcentagem. A frequência absoluta (n_i) é dada pelo número de vezes em que uma determinada variável assume um determinado valor/categoria em questão. A porcentagem (p_i) é o resultado da razão entre a frequência absoluta e o tamanho da amostra, multiplicado por 100, isto é, $100 \cdot \frac{n_i}{n} \%$.

Além disso, as variáveis numéricas foram descritas pela média aritmética simples e desvio padrão. A média aritmética simples é dada por $\bar{x} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n x_i$, em que x_1, \dots, x_n são os n valores de uma determinada variável X e o desvio padrão por $s = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}$.

Também foram plotados as médias e intervalos de confiança das variáveis dependentes no período considerado, para cada empresa.

Para avaliar a relação entre as variáveis, foi calculado o coeficiente de correlação de Pearson (1986), denotado por r e dado por:

$$r = \frac{n \sum_{i=1}^n x_i y_i - (\sum_{i=1}^n x_i)(\sum_{i=1}^n y_i)}{\sqrt{[n \sum_{i=1}^n x_i^2 - (\sum_{i=1}^n x_i)^2][n \sum_{i=1}^n y_i^2 - (\sum_{i=1}^n y_i)^2]}}$$

O coeficiente r varia no intervalo de $(-1, 1)$. O sinal indica a direção da correlação, inversa (negativa) ou direta (positiva), enquanto o valor indica a força da correlação. Quanto mais próximo o coeficiente estiver de -1 ou 1 , mais forte é a correlação entre as variáveis. Por outro lado, se a correlação for igual a zero, não existe relação entre as variáveis em estudo.

3.7.3 Dados em painel

De acordo com Gujarati (2006), na metodologia de dados em painel, a mesma unidade de corte transversal é acompanhada ao longo do tempo, sendo que os dados apresentam uma dimensão espacial e outra temporal. Entre as vantagens de sua utilização, discutidas por Fávero, et al (2013), estão o controle da heterogeneidade individual; avaliação da evolução, para uma dada unidade, das variáveis ao longo do tempo; e maior quantidade de observações, uma vez que na análise de dados em painel, há a multiplicação do número de unidades amostrais pela quantidade de períodos. Desta forma, a metodologia de dados em painel permite tipificar as respostas de diferentes indivíduos a determinados acontecimentos, em diferentes momentos. (MARQUES, 2000).

Existem diferentes modelos que podem ser empregados na análise de dados em painel, citando-se o modelo *pooled*, mais simples, que desconsidera as dimensões de tempo e espaço; o modelo de efeitos fixos, em que o intercepto varia de uma empresa para outra; e o modelo de efeitos aleatórios, no qual o intercepto também varia de uma empresa para outra, mas neste caso, os interceptos são tratados como variáveis aleatórias.

Para a escolha do modelo mais adequado, foram realizados três testes, citados por Fávero, et al (2013): o teste de Chow, para avaliar se há igualdade de interceptos e inclinações para todas as companhias (favorecendo modelo *pooled*); o teste de Hausman, que avalia se o

modelo de efeitos aleatórios oferece estimativas dos parâmetros mais consistentes, em relação ao modelo de efeitos fixos; e o teste de Breusch-Pagan, que avalia se há adequação do modelo *pooled* em relação ao modelo de efeitos aleatórios.

Ainda, os dados em painel podem ser classificados em painel balanceado, em que todas as unidades possuem o mesmo número de observações temporais; ou em painel desbalanceado, em que cada unidade possui diferentes números de observações temporais. O presente estudo se caracteriza como dados em painel desbalanceados, utilizando o modelo *pooled*, de efeitos fixos ou de efeitos aleatórios, selecionado de acordo com o resultado dos testes acima.

No modelo de efeitos fixos considera-se que o intercepto do modelo varia de uma empresa para outra, mas é constante ao longo do tempo, enquanto os parâmetros relacionados às covariáveis são constantes para todas as empresas e todos os períodos. De acordo com Hill et al. (1999), o modelo de dados em painel de efeitos fixos, para uma variável independente Y , é dado por:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_1 x_{1it} + \dots + \beta_k x_{kit} + e_{it},$$

Em que o índice i representa as diferentes empresas, o índice t os diferentes períodos, α_i são os interceptos a serem estimados, β_j o coeficiente angular relacionado a j -ésima variável independente, denotada por x_j ($j = 1, \dots, k$) e e é o erro idiossincrático.

Todas as análises foram realizadas com o auxílio do ambiente estatístico R (*R Development Core Team*), versão 3.3.1.

3.8 PRÉ-TESTE

Para Marconi e Lakatos (2011), os pré-testes devem ser realizados com o questionário numa versão quase definitiva, com formatação já em seu estado final. Assim a análise dos dados, após a tabulação, evidenciará possíveis falhas existentes: inconsistência ou complexidade das questões, ambiguidade ou linguagem inacessível, perguntas supérfluas ou que causem embaraço ao informante, se as questões obedecem a determinada ordem ou se são muito numerosas, entre outras.

O pré-teste tem vista a aprimorar e aumentar a validade do questionário. E de acordo com Marconi e Lakatos (2011), busca verificar a fidedignidade, a validade e a operacionalidade.

O pré-teste foi realizado com 05 (cinco) empresas buscando verificar se as informações estavam disponíveis, e se o questionário precisava de ajustes, este foi baseado em estudos anteriores, conforme apresentado no quadro 7, e, portanto não foram necessário ajustes.

3.9 ALFA DE CRONBACH

O Coeficiente Alfa de Cronbach é uma medida comumente utilizada de confiabilidade (ou seja, a avaliação da consistência interna dos questionários) para um conjunto de dois ou mais indicadores de construto (Bland; Altman, 1997). Os valores de variam de 0 a 1,0; quanto mais próximo de 1, maior confiabilidade entre os indicadores. O uso de medidas de confiabilidade, como o de Cronbach, não garante unidimensionalidade ao questionário, mas assume que ela existe.

Segundo Cortina (1993), o coeficiente alfa é certamente uma das ferramentas estatísticas mais importantes e difundidas em pesquisas envolvendo a construção de testes e sua aplicação.

Provavelmente nenhum outro coeficiente estatístico tem sido reportado mais frequentemente como um indicador de qualidade de resultados de testes do que o alfa de Cronbach (Sijtsma, 2009). O coeficiente de Cronbach funciona, pois a variância da soma de um grupo de variáveis independentes é a soma de suas variâncias (Bland; Altman, 1997). Se as variáveis são positivamente correlacionadas, a variância da soma aumentará. Se os itens de uma escala são todos idênticos, a correlação é perfeita, todas as S_i^2 serão iguais e $= 1$. Por outro lado, se os itens são todos independentes, $= 0$.

De uma forma geral, o Coeficiente de Cronbach mede a correlação entre as respostas em um questionário através da análise do perfil das respostas dadas pelos respondentes (Hora; Monteiro; Arica, 2010). É calculado a partir do somatório da variância dos itens individuais e da soma da variância de cada avaliador, pela equação:

$$\alpha = \left[\frac{k}{k - 1} \right] \times \left[1 - \frac{\sum_{i=1}^k S_i^2}{S_t^2} \right]$$

Onde:

k corresponde ao número de itens (perguntas) do questionário;

S_i^2 corresponde à variância de cada item;

S_t^2 corresponde à variância total do questionário (soma das variâncias dos avaliadores).

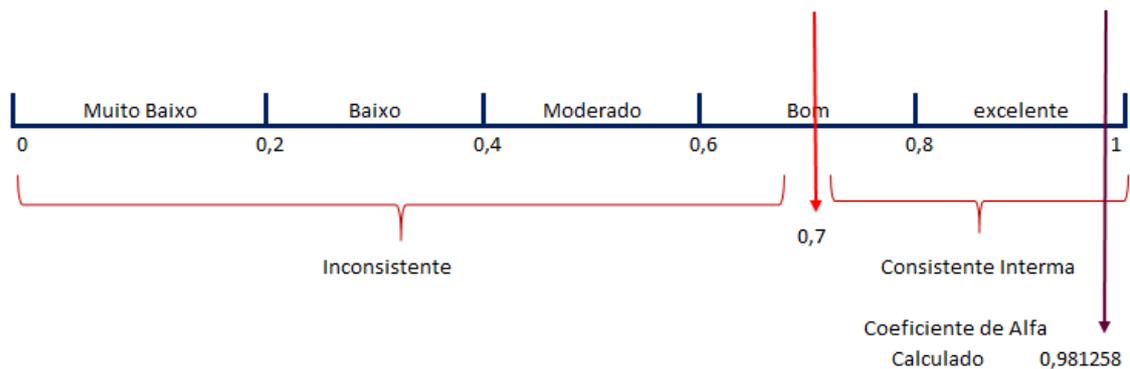
Aplicando aos dados coletados:

Pela Fórmula:

$$\alpha = \left[\frac{24}{24-1} \right] \times \left[1 - \frac{6,63}{111,19} \right] = 0,981258$$

Aplicando o teste no protocolo de pesquisa com 24 (vinte e quatro) questões pesquisadas nas 105 (cento e cinco) empresas compreendidas nesta pesquisa, o α foi de 0,981258, pode-se dizer que estatisticamente tem consistência interna boa, gerando confiabilidade no questionário analisado, conforme evidenciado na Figura 7.

Figura 5 – Alfa de Conbrach



Fonte: Elaborado pela autora

4. ANÁLISE DOS DADOS

Este capítulo apresenta os resultados da pesquisa e discute os principais aspectos à luz dos objetivos e hipóteses de pesquisa. Para tanto, primeiramente, apresentam-se as características da população em termos do setor de atuação. No tópico 4.2 foi apresentada a macroeconomia no período de 2011 a 2017. O tópico 4.3 apresenta a análise descritiva das variáveis.

4.1 CARACTERÍSTICA DA POPULAÇÃO

Como já apresentado na seção 3.2, a população consiste das 105 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, do segmento Novo Mercado da B3 extraídas da listagem de 21/12/2016, distribuídas por 9 setores econômicos, 28 subsetores e 49 segmentos.

O segmento Novo Mercado foi implementado em dezembro de 2000 pela BOVESPA, que é um dos segmentos especiais de listagem desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. As empresas listadas nesses segmentos oferecem aos seus acionistas investidores melhorias nas práticas de governança corporativa que ampliam os direitos societários dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das companhias, com divulgação de maior volume e melhor qualidade de informações, facilitando o acompanhamento de seu desempenho. A premissa básica é que a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas empresas proporciona maior credibilidade no mercado investidor. (Procianoy e Verdi, 2009)

Observa-se que a amostra é composta em maior proporção por empresas dos setores de Consumo Cíclico (38,46%), Bens Industriais (18,27%) e Consumo Não Cíclico (12,50%), esses 03 (três) setores correspondem a mais de 69% das empresas analisadas.

A alta concentração do setor de Consumo Cíclico faz sentido, uma vez que representa a maior parte da população (40 empresas), além da diversidade de subsetores. Os subsetores que compõem o setor Cíclico são: Construção Civil, Tecidos, Vestuários e Calçados, Utilidade Domésticas, Automóveis e Motonetas, Mídia, Diversos (Serviços Educacionais, Aluguel de Carros e Programas de Fidelização) e Comércio.

Compõe o setor de Bens Industriais, 19 (dezenove) empresas, nas áreas de atuação: Construção e Engenharia, Material de Transporte, Máquinas e Equipamentos, e Serviços Diversos.

E o setor de Consumo Não Cíclico, corresponde aos subsetores: Agropecuária, Alimentos Processados, Produtos de Uso Pessoal e de Limpeza e Produtos Diversos, totalizando 13 empresas. O Apêndice apresenta a listagem de empresas analisadas nesse estudo.

4.2 ANÁLISE MACROECONÔMICA DE 2011 A 2017

Os aspectos macroeconômicos demonstraram o desempenho do mercado de uma forma geral, um resumo da economia nacional, desta forma muitas vezes justificam a performance de empresas em um nicho de mercado (BLANCHARD, 2001; MANKIW, 2010).

Em 2008, a crise econômica financeira foi mundial, tendo origem no setor privado, principalmente no setor imobiliário nos Estados Unidos que para resolver o setor público, liberou recursos no mercado. Cintra e Fahri (2008) descrevem que com a queda do preço dos imóveis, dados em garantias dos empréstimos, que passaram a valer menos do que as dívidas (hipotecas) e a duplicação no patamar de inadimplência, deixaram as empresas diante da possibilidade de insolvência, ou pelo menos sem capital para continuar operando. Em julho de 2008, o Congresso americano autorizou o Tesouro a injetar US\$ 100 bilhões em cada uma das instituições e permitiu o refinanciamento de até US\$ 300 bilhões de empréstimos imobiliários, para manter os proprietários em suas casas e conter as execuções de hipotecas e a deflação nos preços dos imóveis. O reflexo dessa crise econômica no Brasil foi a desvalorização do dólar frente ao real.

Em 2010 instala-se a crise econômica que foi a crise da dívida, reflexo da crise econômica europeia desencadeada a partir de 2009, onde a Grécia foi o país mais atingido.

A crise mundial de 2010 está alocada na zona do euro, sendo que os países europeus estão extremamente endividados. Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha têm dívidas colossais. Ainda, existe mais um fator agravante, a Europa está estagnada. É um continente de idade avançada da população, desemprego alto, o que dificulta o crescimento econômico. E para agravar a situação, a maior economia mundial, os Estados Unidos, não conseguem engrenar, sofrendo ainda com os efeitos da crise de 2008 (Da Cruz Lubarino, Souza Neto, e Amanajás Pena, 2013).

Em 2011 houve o aprofundamento da crise da área do euro, o governo brasileiro passou a implementar medidas contra o ciclo da crise que incentivassem a atividade econômica: redução da taxa básica de juros, estímulos creditícios e desoneração tributária. A deterioração do cenário externo e a desaceleração da inflação abriram caminho para a reorientação dos objetivos da política econômica para priorizar a diminuição do diferencial entre a taxa básica

de juros brasileira (Selic) e as taxas de juros internacionais. (Cagnim, Prates, Freitas e Novais, 2013).

Em 2012, implementaram o segundo pacote econômico, que atuou de forma mais diretas sobre a demanda adotando a flexibilização da política fiscal. A estratégia foi a adoção de pacotes de compras governamentais e de investimentos públicos, que compõem uma política fiscal de estímulo ao crescimento econômico de caráter mais ativo e direto em comparação com a desoneração tributária adotada até esse momento. No caso do investimento, o estímulo extra ocorreu por meio do Programa de Sustentação do Investimento (PSI), que passou a cobrar, até dezembro deste ano, juros negativos na aquisição de máquinas e equipamentos. (Cagnim, Prates, Freitas e Novais, 2013).

Aparentemente essas medidas deram resultados, melhorando o PIB em 2013, o que pode ser observado na Tabela 3.

Tabela 3 – Indicadores Macroeconômicos

Ano	PIB	Inflação	Juros SELIC	Cambio Dólar	Risco País
2011	4,00	6,50	11,45	1,84	208
2012	1,90	5,84	6,81	2,08	142
2013	3,00	5,91	9,90	2,35	224
2014	0,50	6,41	12,17	2,64	259
2015	- 3,80	10,67	14,87	3,87	523
2016	- 3,60	6,29	14,02	3,49	328
2017	0,99	2,95	9,94	3,19	240

Fonte: Ipeadata, 2018

No entanto o mercado desconfiava muito da economia e das políticas públicas adotadas pelo governo, e isso se refletia nos indicadores econômicos, conforme Tabela 3. Verifica-se que mesmo o PIB tendo crescido em 2013, a inflação, o juros SELIC, a cotação do dólar e também o risco País estiveram no contramão, apontando outro cenário econômico, mais parecido com o cenário mundial.

A partir do final de 2014 há uma nova reversão na trajetória da economia brasileira, observando-se uma forte redução nas vendas no mercado varejista, diminuindo o PIB de 3,0 para 0,5.

Nos anos de 2015 e 2016 a economia sofreu uma série de choques – deterioração dos termos de troca, ajuste fiscal, crise hídrica, desvalorização da moeda, o aumento da taxa de

juros Selic etc. – que contribuíram para reduzir ainda mais o crescimento econômico, que desacelerou acentuadamente para -3,6% em média no período. Vários outros efeitos secundários aprofundaram a recessão como o aumento da taxa de juros, aumento do desemprego, a queda da renda, a contração do mercado de crédito e a redução dos investimentos públicos (Pires, 2016).

Em 2017 houve a melhora dos indicadores mas não da atividade econômica e da geração de emprego, essa retomada está sendo lenta. Esse ambiente macroeconômico se reflete nas finanças das empresas analisadas, assim essa análise foi necessária para se entender os resultados das variáveis dependentes (índices econômicos) que em muitas empresas analisadas foram negativos, conforme apresentado no tópico 4.3.

4.3 ANÁLISE DESCRITIVA

Partindo do conceito apresentado no capítulo 3, a análise descritiva objetiva organizar, resumir e descrever as variáveis dessa pesquisa. Assim, primeiramente, foi realizada a análise descritiva de todas as variáveis (financeiras, de controle, independentes e dependentes) apresentada como um resumo das variáveis sob estudo, com o intuito de avaliar sua variabilidade e comportamento ao longo do tempo.

4.3.1 Variáveis financeiras

Na tabela 04 apresenta-se um resumo das variáveis financeiras ao longo do período considerado, de 2011 a 2017, utilizadas para o cálculo posterior dos índices financeiros utilizados no presente trabalho.

Tabela 4 – Médias (e desvios padrões) das variáveis financeiras avaliadas, de 2011 a 2017.

Variável	Contínua						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
VA	76,31 (205,41)	64,79 (167,1)	30,68 (62,76)	17,05 (16,34)	12,06 (11,29)	14,05 (12,69)	20,41 (19,3)
AT	6074050,47 (8074179,74)	6697276,21 (8725290,86)	7063912 (9625959,74)	7555698,11 (10869648,72)	8617394,57 (14624886,66)	8349091,57 (13371986,2)	8941578,83 (14241499,29)
AC	2323535,14 (3028140,05)	2460813,14 (3158837,56)	2722905,17 (3769406,63)	2828862 (4552365,71)	3307354,26 (5937269,22)	3032762,7 (4691135,18)	3300739,02 (4995950,76)
EST	598599,61 (978175,84)	641586,14 (934145,65)	656192,93 (1064352,62)	708856,08 (1220652,34)	793129,21 (1601788,12)	787020,07 (1496768,89)	827772,32 (1490268,38)

							Conclusão
PC	1392677,67 (1837845,33)	1581386,14 (1947638,41)	1736481,93 (2359821,4)	1968553,68 (3022572,69)	2342475,69 (4389435,44)	2166699,46 (3811365,76)	2278082,01 (3647785,78)
PCN	-	2536352,18 (3732339,2)	2582811,76 (4080430,32)	2789064,97 (4449538,77)	3411785,85 (6532351,59)	3328680,84 (6096101,3)	3596548,94 (6800032,35)
PL	2433494,29 (3413599,16)	2503135,68 (3475833,25)	2611204,33 (3601420,97)	2678500,02 (3929475,32)	2750049,04 (4290558,03)	2738552,82 (4194101,59)	2949284,42 (4488213,96)
PT	6074050,47 (8074179,74)	6697276,21 (8725290,86)	7063912 (9625959,74)	7555698,11 (10869648,72)	8617394,57 (14624886,66)	8349091,57 (13371986,2)	8941578,83 (14241499,29)
RL	4101420,21 (8670036,54)	4620228,76 (9985879,34)	4906518,41 (11403680,23)	5417204,42 (13823949,17)	6101398,57 (17706357,03)	6138789,31 (18460209,23)	6377892,48 (18027956,41)
LL	191776,63 (465330,62)	156236,31 (482081,84)	140732,63 (603950,75)	120905,46 (740306,52)	186752,19 (772979,56)	115446,73 (808414,53)	213609,97 (611953,12)
EBT	641779,68 (1063679,16)	640754,63 (1053687,09)	698466,48 (1228711,66)	710696,46 (1515642,4)	900179,03 (1743277,84)	811110,81 (1653950,09)	904084,82 (1680598,02)
RF	-159221,11 (395980,62)	-168654,68 (337155,2)	-212425,23 (412164,38)	-236033,38 (496711,55)	-304194,32 (629762,31)	-272255,74 (769640,14)	-250473,07 (734275,06)
NA	410247,04 (1190596,25)	440177,53 (1227933,72)	331220,81 (426676,43)	353826,78 (473786,2)	351418,83 (534807,71)	329363,2 (487014,47)	334849,89 (471673,01)

Fonte: Elaborado pela autora

Onde:

VA – Valor da Ação

AT – Ativo Total

AC – Ativo Circulante

EST – Estoque

PC – Passivo Circulante

PCN – Passivo Não Circulante

PL – Patrimônio Líquido

PT – Passivo Total (PC+PCN+PL)

RL – Receita Líquida

LL – Lucro Líquido

EBT – EBITDA

RF – Resultado Financeiro

NA – Número de Ações

Destaca-se que a exceção do valor da ação nos anos de 2014 a 2017, as médias observadas para todas as variáveis financeiras, em todos os anos sob estudos, foram menores em relação ao desvio padrão observado, o que indica que os dados apresentam uma grande variabilidade entre as 105 empresas que constituem a amostra.

O que pode ser explicado em parte pelo desdobramento de ações, conhecido também pelo termo *Split* que nada mais é do que a divisão de uma ação em várias. Magazine Luiza, Braskem, CSN, Vale, CPFL Energia, Hering, IOCHP-MAXION, Alpagartas, Gafisa, MMX, Petrorio são empresas que realizaram desdobramento de suas ações nos últimos anos, uma prática verificada é proceder o desdobramento de 1 para 20.

Observa-se que entre os anos de 2011 e 2015, as variáveis ativo total, ativo circulante, estoque, passivo circulante, passivo não circulante, patrimônio líquido e passivo total, EBITDA e resultado financeiro (em valor absoluto) apresentam um aumento gradativo em seus valores médios, sofrendo uma queda em 2016 e voltando a subir no ano de 2017, entretanto esse crescimento apresentado não reflete nas variáveis de controle e dependentes.

4.3.2 Variáveis de controle

Em relação as variáveis de controle, observa-se na Tabela 5 que as informações referentes ao tamanho da empresa em 2011 e do crescimento médio da empresa da variação dos últimos 3 anos para 2011, 2012 e 2013 não foram obtidos.

Tabela 5 – Médias (e desvios padrões) das variáveis de controle avaliadas, de 2011 a 2017.

Variável	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
TEMP	-	6266564,55 (8322196,57)	6880594,3 (9116378,53)	7241883,07 (10190476,73)	8050567,08 (12681795,09)	8483243,31 (13951465,57)	8645335,46 (13791039,28)
CREMP	-	-	-	517468,25 (2059555,69)	552392,86 (2982542,92)	457485,73 (2612565,88)	337426,86 (1547000,31)
END	0,56 (0,18)	0,59 (0,2)	0,59 (0,2)	0,61 (0,21)	0,65 (0,32)	0,67 (0,44)	0,77 (1,05)
PMAC	0,41 (0,22)	0,4 (0,22)	0,4 (0,22)	0,4 (0,22)	0,4 (0,22)	0,41 (0,22)	0,45 (0,52)
MAC	200495,2 (712343,19)	207479,28 (723937,56)	138951,77 (225553,69)	141001,78 (228376,72)	138319,69 (242712,51)	131961,57 (236321,54)	136126,9 (232805,78)
MCA	7,28 (1,78)	7,28 (1,78)	7,27 (1,77)	7,28 (1,78)	7,29 (1,89)	7,26 (1,81)	7,23 (1,83)
CINT	0,61 (0,16)	0,61 (0,16)	0,61 (0,16)	0,61 (0,16)	0,61 (0,16)	0,61 (0,16)	0,61 (0,16)
CIND	0,41 (0,19)	0,41 (0,19)	0,41 (0,19)	0,41 (0,19)	0,4 (0,19)	0,41 (0,19)	0,41 (0,19)

Fonte: Elaborado pela autora

Onde:

TEMP – Tamanho da Empresa

CREMP – Crescimento da Empresa média dos últimos 3 anos

END – Endividamento

PMAC – Participação do Maior Acionista

MAC – Número de ações do maior acionista

MCA – Número de Membros do Conselho de Administração

CINT - % de conselheiros internos no Conselho de Administração

CIND - % de conselheiros independentes no Conselho de Administração

Analisando a variável de controle Tamanho da Empresa (TEMP) medida pela evolução do Ativo Total das empresas, verifica-se que o crescimento nos anos de 2013, 2014 e 2015, foram pouco maior que o percentual da inflação (tabela 3), podendo se afirmar que a evolução

real das empresas foi praticamente nula (menor que dois pontos percentuais) em 2016 e 2017, a evolução do ativo foi menor que a inflação.

O endividamento das empresas foi crescente no período apresentado na tabela 5, o que vem de encontro com a situação econômica apresentada, entretanto em 2017 verifica-se um desvio padrão superior, que foi ocasionado pela empresa BR Pharma que teve prejuízos consecutivos em 2016 e 2017, e redução das vendas em percentuais expressivos de 73,5% justificada pela empresa em função do desequilíbrio no capital de giro devido, principalmente, à redução do nível de estoque, buscando recursos junto ao mercado, em janeiro/2018 a empresa entrou com pedido de recuperação judicial.

Observa-se também que a média da participação do maior acionista no capital votante, do número de membros do conselho administrativo, do percentual de conselheiros internos no conselho administrativo e do percentual de conselheiros independentes no conselho administrativo permanece aproximadamente constante ao longo do período avaliado, enquanto que tanto a média do tamanho da empresa, quanto a média do endividamento aumentam ao longo do tempo. Essa constância observada na participação do maior acionista é uma característica das empresas brasileiras, onde há alta concentração de ação na mão de poucos acionistas. Entretanto, analisando as empresas, encontrou-se algumas empresas onde as ações são altamente pulverizadas no mercado, como na: TOTVS(16%), LINX (18%), Equatorial (15%), Fleury(16%), RaiaDrogasil(13%), Renner (14%), Locamerica (14%), Anima(16%), MC S/A (10%), Hering (7%), BRF(11%), Valid(10%), Liq (16%). Aqui verifica-se a presença de quase todos os setores analisados. Em contrapartida, na outra ponta empresas com ações com alta concentração, praticamente no limite permitido para o Novo Mercado de 75%, Pomifrutas (67%), Viver (75%), Somos Educa (75%), Multiplus (73%), Lojas Marisa (74%).

Quanto ao número de membros do conselho, a média apresentada foi > que 7, mas na população verifica-se conselhos de 4 a até 11 membros, por isso o desvio padrão é superior a 1. Uma observação constatada ao longo do período é que o CEO da empresa normalmente é o vice-presidente do conselho, e que o presidente do conselho de administração, quando da troca CEO, assume este cargo.

Ainda, verifica-se que os desvios padrões observados, em todos os anos, para o tamanho da empresa, do crescimento médio da empresa da variação dos últimos 3 anos e número de ações do maior acionista são bem maiores as médias observadas destas variáveis, indicando grande variabilidade das mesmas.

4.3.3 Variáveis independentes

A Tabela 4 apresenta a frequência de empresas que atendem a cada um dos 24 itens avaliados, nos anos de 2011 a 2017.

Tabela 6 – Frequências absolutas (e relativas) das empresas que atenderam a cada item do protocolo, de 2011 a 2017.

Questão	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Q1	103 (98,1%)	103 (98,1%)	103 (98,1%)	104 (99,05%)	105 (100%)	105 (100%)	105 (100%)
Q2	0 (0%)						
Q3	103 (98,1%)	103 (98,1%)	103 (98,1%)	104 (99,05%)	104 (99,05%)	104 (99,05%)	105 (100%)
Q4	101 (96,19%)	101 (96,19%)	100 (95,24%)	100 (95,24%)	100 (95,24%)	100 (95,24%)	100 (95,24%)
Q5	103 (98,1%)	103 (98,1%)	103 (98,1%)	104 (99,05%)	105 (100%)	105 (100%)	105 (100%)
Q6	103 (98,1%)	103 (98,1%)	103 (98,1%)	104 (99,05%)	105 (100%)	105 (100%)	105 (100%)
Q7	35 (33,33%)	35 (33,33%)	35 (33,33%)	35 (33,33%)	35 (33,33%)	35 (33,33%)	35 (33,33%)
Q8	0 (0%)						
Q9	0 (0%)						
Q10	103 (98,1%)	103 (98,1%)	103 (98,1%)	104 (99,05%)	105 (100%)	105 (100%)	105 (100%)
Q11	0 (0%)						
Q12	58 (55,24%)	58 (55,24%)	59 (56,19%)	59 (56,19%)	59 (56,19%)	59 (56,19%)	58 (55,24%)
Q13	103 (98,1%)	103 (98,1%)	103 (98,1%)	104 (99,05%)	105 (100%)	105 (100%)	105 (100%)
Q14	103 (98,1%)	103 (98,1%)	103 (98,1%)	104 (99,05%)	105 (100%)	105 (100%)	105 (100%)
Q15	103 (98,1%)	103 (98,1%)	103 (98,1%)	104 (99,05%)	105 (100%)	105 (100%)	105 (100%)
Q16	103 (98,1%)	103 (98,1%)	103 (98,1%)	104 (99,05%)	105 (100%)	105 (100%)	105 (100%)
Q17	103 (98,1%)	103 (98,1%)	103 (98,1%)	104 (99,05%)	105 (100%)	105 (100%)	105 (100%)
Q18	103 (98,1%)	103 (98,1%)	103 (98,1%)	104 (99,05%)	105 (100%)	105 (100%)	105 (100%)
Q19	10 (9,52%)	10 (9,52%)	11 (10,48%)	11 (10,48%)	11 (10,48%)	11 (10,48%)	11 (10,48%)
Q20	103 (98,1%)	102 (97,14%)	103 (98,1%)	103 (98,1%)	104 (99,05%)	103 (98,1%)	105 (100%)
Q21	103 (98,1%)	101 (96,19%)	103 (98,1%)	104 (99,05%)	104 (99,05%)	104 (99,05%)	105 (100%)
Q22	103 (98,1%)	103 (98,1%)	103 (98,1%)	104 (99,05%)	105 (100%)	105 (100%)	105 (100%)
Q23	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)
Q24	25 (23,81%)	25 (23,81%)	25 (23,81%)	27 (25,71%)	27 (25,71%)	29 (27,62%)	30 (28,57%)

Fonte: Elaborado pela autora.

Nota-se que comparando as frequências ano a ano de cada item separadamente, houve pouca ou nenhuma variação na quantidade de empresas que os atendem ao longo do tempo, sendo que a grande maioria delas mais de 95% foram avaliadas positivamente. Agrupando as questões de acordo com os princípios de governança corporativa ao qual se referem, obteve-se as pontuações de cada princípio, dada pela proporção de itens atendidos entre os avaliados (desconsiderando aqueles que não foram classificados).

Analisando, o protocolo de pesquisa houveram questões que tiveram 0% de respostas conforme apresentado no quadro 11.

Quadro 11 – Questões Não atendidas

Questão	Justificativa	Princípio Analisado
Q2	Questiona se as empresas divulgaram se sofreram alguma sanção, no período em análise as empresas do Novo Mercado (NM) não tiveram sanções além de analisar as DFP e FR, foi pesquisado em todas as sanções aplicadas pela CVM e nenhuma foi contra um empresa do Novo Mercado.	Transparência
Q8	Verifica se a empresa dá direito a voto as ações preferenciais, apesar do segmento NM não prever ter ações preferencias, muitas empresas como a Petrorio ainda não converteram todas as suas ações em ordinárias e não prevê em seu estatuto, DFP ou FR direito a voto a estas ações.	Equidade
Q9	Analisa se os acionistas tem o direito de eleger um ou mais membros do órgãos da administração, sem necessidade de atender as condições de quórum mínimo e lista tríplice elaborada pelo controlador, as empresas são omissas nesse quesito	Equidade
Q11	Averigua se a empresa oferece direito tag along além do exigido por lei, nesse quesito 100% das empresas atendem a legislação, nada além.	Equidade
Q23	Questiona se a empresa divulga medidas quantitativas de criação de valor ao acionista, de forma declarada nenhuma empresa menciona a criação de valor especificamente ao acionista, o que viria de encontro com a teoria MRA, utilizada neste trabalho.	Responsabilidade Corporativa

Fonte: Elaborado pela autora

Outras questões como a Q7, Q12 e Q24 foram atendidas parcialmente. A questão 7 questiona se as empresas tem ADR nível 2, 3 e 4, somente 36 (trinta e seis) empresas da população analisada tem ADR negociadas.

A questão 12 analisa se os acionistas controladores, considerando os acordos entre acionistas, tem menos de 50% das ações com direito a voto, ou seja, se poder acionário e na mão dos acionistas controladores, a pesquisa verificou que em mais de 55% das empresas estudadas o controle acionário está com os acionistas controladores, o que comprova o que a

literatura afirma. De acordo com a literatura no Brasil, a estrutura de propriedade é concentrada em indivíduos, famílias ou grupos empresariais os quais detêm o controle acionário das empresas. Para La Porta et al. (1999) o controle acionário se dá quando a maior parte das ações com direito ao voto, no limite mínimo de 20%, é detida por um ou mais acionistas.

E a questão 24, questiona se as empresas divulgam relatório de sustentabilidade e/ou relato integrado, foi atendida parcialmente, pois somente em torno de 30 (trinta) empresas fazem e divulgam o relatório de sustentabilidade e/ou relato integrado. Para responder este quesito utilizou o banco de dados do “Relate ou Explique para Relatório de Sustentabilidade ou Integrado” da B3. Alliance, Arrezo, Locamerica, Eternit, JBS, Log-In, Paranapanema, QGEP, Restoque e Springer informam que não fazem mas que estão avaliando a possibilidade, outras afirmam que não é a prioridade da empresa nesse momento (Mills, Marisa, Hering, Ideiasnet).

Após as questões serem avaliadas isoladamente, foi somada a pontuação, conforme especificado no capítulo 3, para se chegar ao índice, mensuração dos princípios, a tabela 7, apresenta as medias anuais para cada princípio.

Tabela 7 – Médias (e desvios padrões) das variáveis independentes avaliadas, de 2011 a 2017.

Variável	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ITRANP	0,83 (0,02)	0,83 (0,02)	0,83 (0,03)	0,83 (0,03)	0,82 (0,04)	0,82 (0,04)	0,83 (0,04)
IEQD	0,32 (0,12)	0,32 (0,12)	0,32 (0,12)	0,32 (0,12)	0,32 (0,12)	0,32 (0,12)	0,31 (0,13)
IPCON	1,00 (0,00)	1,00 (0,00)	1,00 (0,00)	1,00 (0,00)	1,00 (0,00)	1,00 (0,00)	1,00 (0,00)
IRCOR	0,56 (0,09)	0,55 (0,10)	0,56 (0,10)	0,56 (0,10)	0,56 (0,10)	0,56 (0,10)	0,57 (0,10)

Fonte: Elaborado pela autora

Onde:

ITRANP – Transparência

IEQD – Equidade

IPCON – Prestação de Contas

IRCOR – Responsabilidade Corporativa

A Tabela 7 apresenta a pontuação de cada um dos princípios avaliados de 2011 a 2017, o que se averigua é que ocorre pouca variação ao longo tempo, o que demonstra que uma vez implementada uma ação a empresa mantém a sua postura/divulgação, permitindo dizer que a empresa se preocupa com a sua imagem perante o mercado investidor.

Observa-se que, em média, as empresas atenderam cerca de 83% dos itens considerados para a dimensão transparência, e 56% para a dimensão responsabilidade corporativa, ao passo que as menores pontuações médias foram observadas para o princípio de equidade, para o qual verificou-se que, em média, 32% dos itens avaliados foram atendidos pelas empresas que compõem a amostra.

4.3.4 Variáveis dependentes

A Tabela 8 apresenta as variáveis dependentes, que são os indicadores definidos no Capítulo 3, e que deveriam ser explicadas pelas variáveis independentes ou apresentar relação positiva ou negativa conforme definidos no quadro 10 – Hipóteses da pesquisa.

Tabela 8 – Médias (e desvios padrões) das variáveis dependentes avaliadas, de 2011 a 2017.

Variável	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
QT	-0,3 (1,25)	2,85 (19,96)	0,81 (1,13)	1,14 (1,93)	-3,06 (37,61)	2,02 (10,17)	6,93 (36,76)
ROE	0,15 (0,55)	0,12 (0,39)	0,05 (0,34)	-0,01 (0,88)	0,6 (7,08)	-0,11 (1,20)	0,14 (0,97)
EBTMOD	0,11 (0,09)	0,1 (0,09)	0,09 (0,17)	0,07 (0,16)	0,09 (0,11)	0,1 (0,29)	-0,02 (1,01)
ROA	0,04 (0,07)	0,03 (0,08)	0,02 (0,15)	0 (0,17)	0,01 (0,11)	0,02 (0,30)	-0,09 (1,10)
VEE	21407931,14 (77502783,96)	23605878,49 (69096708,28)	11299941,78 (25664228,89)	6904324,47 (12092518,96)	5067949,80 (8794449,91)	5098272,87 (8016660,78)	6889306,75 (9393882,70)

Fonte: Elaborado pela autora

Onde:

QT - Q-Tobin

ROE - Retorno do Patrimônio

EBTMOD – Ebitda Modificado

ROA – Rentabilidade do Ativo

VEE – Valor Econômico da Empresa

Observa-se que as variáveis dependentes obtiveram altos desvios padrões em relação às suas respectivas médias, indicando uma grande variabilidade de tais medidas entre as empresas avaliadas.

As variáveis dependentes no período analisados são reflexo da economia apresentada no tópico 4.2, ou seja, um período de instabilidade econômica nacional e mundial, 48% da empresas apresentaram prejuízo em um ou mais períodos, conseqüentemente ROE e ROA negativo, uma parte EBITDA negativo, que representa que a empresa não teve resultado positivo nem em sua atividade operacional.

4.3.5 Correlações

A Tabela 9 apresenta os coeficientes de correlação de Pearson entre as variáveis independentes e dependentes consideradas no presente estudo. Verifica-se que não foi possível

realizar o cálculo do coeficiente para a variável IPCON, uma vez que não apresentaram variação entre as empresas e anos avaliados. Observa-se que, em geral, os coeficientes são próximos de zero, indicando inexistência ou fraca correlação entre as variáveis consideradas. Apenas as correlações entre ITRANP e QT; entre IEQD e ROE; entre IRCOR e QT; e IRCOR e VEE foram negativas, entretanto todas foram não significativas e apresentaram valores absolutos baixos.

Tabela 9 – Coeficientes de correlação de Pearson entre as variáveis independentes e dependentes.

	ITRANP	IEQD	IPCON	IRCOR
QT	-0,061	0,024	-	-0,030
ROE	0,011	-0,010	-	0,032
EBTMOD	0,017	0,028	-	0,052
ROA	0,019	0,031	-	0,039
VEE	0,050	0,125*	-	-0,042

* Valor $p < 0,05$

Fonte: Elaborado pela autora

Destaca-se também que a maior correlação observada foi entre as variáveis IEQD e VEE, de 0,125, que apesar de fraca, foi considerada significativa ao nível de 5% de significância (valor p de 0,001). Para as demais variáveis, não há evidências amostrais de correlação significativa, ao nível de 5% de significância.

4.4 DADOS EM PAINEL

Como apresentado na seção anterior, nota-se uma correlação forte (negativa) entre as variáveis CINT (% de conselheiros internos no Conselho de Administração) e CIND (% de conselheiros independentes no Conselho de Administração), já esperada uma vez que são complementares, sendo que para evitar problemas de multicolinearidades, apenas a variável CINT será utilizada nos modelos de dados em painel. Além disso, por serem as únicas que não possuem informações para anos específicos, as variáveis de controle TEMP (tamanho da empresa) e CREMP (Crescimento da Empresa) também não serão utilizadas, assim como a variável IPCON (prestação de Contas), porém essa devido a sua falta de variabilidade, uma vez que a mesma é constante para todas as empresas, em todos os anos.

4.4.1 Q de Tobin

A princípio, foram ajustados três modelos de dados em painel: *pooled*, efeitos fixos e efeitos aleatórios. Para a escolha do modelo mais adequado, os testes de Chow, Housman e Breusch-Pagan foram aplicados.

Tabela 10 – Resultados dos testes para escolha do modelo de dados em painel para a variável dependente Q de Tobin.

Teste	Valor p
Chow	0,6867
Housman	0,7164
Breusch-Pagan	0,5149

Fonte: Elaborado pela autora

Os resultados dos testes de Chow, Housman e Breusch-Pagan, apresentados na Tabela 10, apontam que o modelo *pooled* é adequado para o conjunto de dados, uma vez que o ajuste do modelo de efeitos fixos não se mostrou superior ao *pooled* (valor p 0,6867 para o teste de Chow), assim como o ajuste do modelo de efeitos aleatórios não se mostrou superior aos modelos *pooled* e de efeitos fixos (valores p de 0,7164 e 0,5149 para os testes de Housman e de Breusch-Pagan, respectivamente). Desta forma, as análises seguintes foram realizadas considerando o modelo *pooled*.

Tabela 11– Resultados do ajuste do modelo de dados em painel *pooled* para a variável dependente Q de Tobin.

Variável	Estimativa	Erro padrão	Valor T	Valor p
ITRANP	-29,08	25,69	-1,13	0,258
IEQD	10,96	7,25	1,51	0,131
IRCOR	-7,57	9,21	-0,82	0,411
END	-0,37	1,69	-0,22	0,828
PMAC	1,57	3,35	0,47	0,640
MAC	0,00	0,00	0,12	0,903
MCA	0,42	0,50	0,85	0,397
SEP	0,94	3,38	0,28	0,780
CINT	1,25	5,16	0,24	0,808

* Valor p < 0,05

Fonte: Elaborado pela autora

Verifica-se que na Tabela 11 que não há evidências amostrais suficientes de que as variáveis consideradas apresentem influência significativa no indicador Q de Tobin, ao nível de 5% de significância.

4.4.2 ROE

O ROE é um indicador que demonstra bastante a capacidade do empreendimento em questão e da sua equipe de gestão em gerar valor para o seu acionista ao longo do tempo, sendo um indicador de eficiência de gestão, pois sinaliza se empresa está “aplicando bem” o dinheiro dos acionistas para os seus devidos fins.

Tabela 12 – Resultados dos testes para escolha do modelo de dados em painel para a variável dependente ROE.

Teste	Valor p
Chow	0,7590
Housman	0,9998
Breusch-Pagan	0,5691

Fonte: Elaborado pela autora

Os resultados dos testes de Chow, Housman e Breusch-Pagan, apresentados na Tabela 12, apontam que o modelo *pooled* é adequado para o conjunto de dados, uma vez que o ajuste do modelo de efeitos fixos não se mostrou superior ao *pooled* (valor p 0,7590 para o teste de Chow), assim como o ajuste do modelo de efeitos aleatórios não se mostrou superior aos modelos *pooled* e de efeitos fixos (valores p de 0,9998 e 0,5691 para os testes de Housman e de Breusch-Pagan, respectivamente). Desta forma, as análises seguintes foram realizadas considerando o modelo *pooled*.

Tabela 13 – Resultados do ajuste do modelo de dados em painel *pooled* para a variável dependente ROE.

Variável	Estimativa	Erro padrão	Valor T	Valor p
ITRANP	1,52	3,54	0,43	0,667
IEQD	-1,09	1,00	-1,09	0,276
IRCOR	0,19	1,27	0,15	0,881
END	0,24	0,23	1,01	0,311
PMAC	-0,03	0,46	-0,06	0,952
MAC	0,00	0,00	-0,41	0,679
MCA	-0,03	0,07	-0,39	0,699
SEP	0,18	0,47	0,38	0,704
CINT	0,73	0,71	1,03	0,304

* Valor p < 0,05

Fonte: Elaborado pela autora.

Na Tabela 13 verifica-se que não há evidências amostrais suficientes de que as variáveis consideradas apresentem influência significativa no indicador ROE, ao nível de 5% de significância.

4.4.3 EBTMOD

O EBITDA Modificado elaborado por CHI (2005), como descrito no tópico 2.3, tem o objetivo de avaliar o desempenho operacional da empresa, inicialmente foi realizado os testes de Chow, Housman e Breusch-Pagan.

Tabela 14 – Resultados dos testes para escolha do modelo de dados em painel para a variável dependente EBTMOD.

Teste	Valor p
Chow	< 0,0001
Housman	< 0,0001
Breusch-Pagan	< 0,0001

Fonte: Elaborado pela autora.

Os resultados dos testes de Chow, Housman e Breusch-Pagan, apresentados na Tabela 14, apontam que o modelo de efeitos aleatórios é adequado para o conjunto de dados, uma vez que o ajuste do modelo de efeitos fixos é superior ao *pooled* (valor p < 0,001 para o teste de

Chow), e o ajuste do modelo de efeitos aleatórios é superior aos modelos *pooled* e de efeitos fixos (valores $p < 0,001$ para os testes de Housman e de Breusch-Pagan). Desta forma, as análises seguintes foram realizadas considerando o modelo de efeitos aleatórios.

Tabela 15 – Resultados do ajuste do modelo de dados em painel com efeitos aleatórios para a variável dependente EBTMOD.

Variável	Estimativa	Erro padrão	Valor T	Valor p
ITRANP	-1,18	0,47	-2,49	0,013 *
IEQD	-0,01	0,15	-0,05	0,962
IRCOR	0,13	0,19	0,70	0,487
END	-0,71	0,02	-29,48	< 0,001 *
PMAC	-0,06	0,05	-1,05	0,292
MAC	0,00	0,00	0,42	0,678
MCA	-0,01	0,01	-1,04	0,299
SEP	-0,16	0,07	-2,24	0,025 *
CINT	0,11	0,12	0,95	0,341

* Valor $p < 0,05$

Fonte: Elaborado pela autora.

Na Tabela 15, apresenta-se os resultados do ajuste do modelo de dados em painel com efeitos aleatórios onde a variável ITRANP, relacionada a pontuação do princípio da transparência, apresenta influência significativa na variável dependente EBTMOD, apresentando valor p de 0,013, sendo a influência negativa, isto é, quanto maior a pontuação de transparência, menor tende a ser o EBTMOD, ou seja, menor é o desempenho operacional da empresa, sendo a estimativa do coeficiente de regressão de -1,18. Essa influência negativa justifica-se pelo período econômico recessivo e turbulento com pelo menos duas crises econômicas, uma mundial que afetou a economia brasileira (2011-2012) e uma nacional iniciada em 2014 após uma grande retração no comércio varejista, conforme apresentado no tópico 4.2, que ocasionou menor lucro ou ainda em prejuízo em 30% das empresas analisadas, comprometendo o EBTIDA, os retornos de investimento, utilizados como variáveis dependentes, sendo corroborada a informação pelas variáveis de controle o crescimento e tamanho da empresa, e que apesar dessa situação econômica financeira instaurada as empresas do Novo Mercado da B3 continuaram investindo em Transparência com o mercado investidor como uma forma de compensação, no intuito de manter os investidores nas empresas.

Ainda, as variáveis de controle END (endividamento) e SEP (separação CEO x presidente do Conselho de Administração) também apresentam relação significativa com o EBTMOD (valores $p < 0,001$ e de $0,025$, respectivamente).

Não há evidências amostrais suficientes de que as demais variáveis consideradas apresentem influência significativa no indicador EBTMOD, ao nível de 5% de significância.

4.4.4 ROA

Inicialmente foi realizado os testes de Chow, Housman e Breusch-Pagan.

Tabela 16 – Resultados dos testes para escolha do modelo de dados em painel para a variável dependente ROA.

Teste	Valor p
Chow	< 0,0001
Housman	< 0,0001
Breusch-Pagan	< 0,0001

Fonte: Elaborado pela autora.

Os resultados dos testes de Chow, Housman e Breusch-Pagan, apresentados na Tabela 16, apontam que o modelo de efeitos aleatórios é adequado para o conjunto de dados, uma vez que o ajuste do modelo de efeitos fixos é superior ao *pooled* (valor $p < 0,001$ para o teste de Chow), e o ajuste do modelo de efeitos aleatórios é superior aos modelos *pooled* e de efeitos fixos (valores $p < 0,001$ para os testes de Housman e de Breusch-Pagan). Desta forma, as análises seguintes foram realizadas considerando o modelo de efeitos aleatórios.

Tabela 17 – Resultados do ajuste do modelo de dados em painel com efeitos aleatórios para a variável dependente ROA.

Variável	Estimativa	Erro padrão	Valor T	Valor p
ITRANP	-1,14	0,48	-2,39	0,017 *
IEQD	0,06	0,15	0,37	0,711
IRCOR	0,10	0,19	0,55	0,582
END	-0,79	0,02	-31,56	< 0,001 *
PMAC	-0,03	0,05	-0,49	0,622
MAC	0,00	0,00	-0,20	0,840
MCA	-0,01	0,01	-1,37	0,170
SEP	-0,17	0,07	-2,46	0,014 *
CINT	0,12	0,11	1,03	0,305

* Valor $p < 0,05$

Fonte: Elaborado pela autora.

Observa-se na Tabela 17, que pelos resultados do ajuste do modelo de dados em painel com efeitos aleatórios que a variável ITRANP, relacionada a pontuação do princípio da transparência, apresenta influência significativa na variável dependente ROA, apresentando valor p de 0,017, sendo a influência negativa, isto é, quanto maior a pontuação de transparência, menor tende a ser o ROA, sendo a estimativa do coeficiente de regressão de -1,14.

Aqui novamente o ROA – retorno do Ativo influenciado pela situação econômica no período de 2011 a 2017, evidencia-se que em média 20 empresas tiveram o ROA negativo nesse período, destacando-se a empresa Viver com o ROA negativo nos 6 períodos (em média -17% anuais), a Springer com média de -3%, BW2 digital com -3%, a BR Pharma com média de mais de 1000% ocasionado pelo quebra mas vendas varejistas de 70% no ano de 2017, PGD com média de -23% anuais, a média geral da empresa não chega a um retorno médio de 2% nos 6 anos, e pode-se afirmar que retorno do Ativo é negativo se descontar a inflação do período. Esta relação negativa do ROA com o ITRANSP justifica-se, pois apesar do baixo retorno do Ativo, justificada por um ambiente econômico desfavorável em grande parte do período, as empresas continuam investindo no relacionamento com o mercado, pois sem o mercado investidor a situação das empresas tende a piorar.

Ainda, as variáveis de controle END e SEP também apresentam relação significativa com o ROA (valores p < 0,001 e de 0,014, respectivamente). Não há evidências amostrais suficientes de que as demais variáveis consideradas apresentem influência significativa no indicador ROA, ao nível de 5% de significância.

4.4.5 VEE

Foi realizado, primeiramente os testes de Chow, Housman e Breusch-Pagan para verificar qual o mais adequado.

Tabela 18 – Resultados dos testes para escolha do modelo de dados em painel para a variável dependente VEE.

Teste	Valor p
Chow	< 0,0001
Housman	< 0,0001
Breusch-Pagan	< 0,0001

Fonte: Elaborado pela autora.

Os resultados dos testes de Chow, Housman e Breusch-Pagan, apresentados na Tabela 18, apontam que o modelo de efeitos aleatórios é adequado para o conjunto de dados, uma vez que o ajuste do modelo de efeitos fixos é superior ao *pooled* (valor $p < 0,001$ para o teste de Chow), e o ajuste do modelo de efeitos aleatórios é superior aos modelos *pooled* e de efeitos fixos (valores $p < 0,001$ para os testes de Housman e de Breusch-Pagan). Desta forma, as análises seguintes foram realizadas considerando o modelo de efeitos aleatórios.

Tabela 19 – Resultados do ajuste do modelo de dados em painel com efeitos aleatórios para a variável dependente VEE.

Variável	Estimativa	Erro padrão	Valor T	Valor p
ITRANP	134060175,85	55635150,75	2,41	0,016 *
IEQD	28706144,96	16698230,11	1,72	0,086
IRCOR	-33458496,68	21142734,52	-1,58	0,114
END	-13275451,31	3120288,55	-4,25	< 0,001 *
PMAC	-6064678,70	6616466,71	-0,92	0,360
MAC	48463,97	8282,85	5,85	< 0,001 *
MCA	-2072733,18	1196020,52	-1,73	0,084
SEP	-49120727,45	7698082,90	-6,38	< 0,001 *
CINT	-23068268,96	12280995,09	-1,88	0,061

* Valor $p < 0,05$

Fonte: Elaborado pela autora

Observa-se na Tabela 19 que, pelos resultados do ajuste do modelo de dados em painel com efeitos aleatórios, a variável ITRANP, relacionada a pontuação do princípio da transparência, apresenta influência significativa na variável dependente VEE, apresentando valor p de 0,016, sendo a influência negativa, isto é, quanto menor a pontuação de transparência, menor tende a ser o VEE, sendo a estimativa do coeficiente de regressão de 134060175,85. Ainda, as variáveis de controle END, MAC e SEP também apresentam relação significativa com o VEE (valores $p < 0,00q$). Não há evidências amostrais suficientes de que as demais variáveis consideradas apresentem influência significativa no indicador VEE, ao nível de 5% de significância.

4.5 INTERPRETAÇÃO DOS DADOS

A análise dos dados mostrou relações estatisticamente significantes entre estruturas de propriedade e controle e desempenho econômico-financeiro. Quanto a comparação dos princípios de Transparência (ITRANP), Equidade(IEQD), Prestação de Contas (IPCON) e

Responsabilidade Corporativa (IRCOR) nota-se que ao longo do período analisado foi constante conforme apresentado na tabela 5.

O princípio de prestação de contas atingiu 100% denotando que as empresas prestam contas dos seus dados econômicos e financeiros, analisando os fatos ocorridos e apontando os caminhos futuros.

Quanto à empresa ser transparente 83% da amostra comprovou investir em transparência como caminho da perenidade empresarial. A responsabilidade corporativa atingiu o percentual de 56%, um dado levantado na pesquisa e que somente 30 da população de 105 empresas divulga relatório de sustentabilidade e/ou relato integrado, que são relatórios que evidenciam a responsabilidade corporativa.

Quanto a equidade este é o menor percentual encontrado, entre 31% a 32% nos anos pesquisados, o demonstra que as empresas brasileiras seguem o que a lei determina, e uma das características evidenciadas na pesquisa é alta concentração de ações em um único ou grupo de acionistas.

Quanto a relação dos princípios de GC com os indicadores financeiros, o quadro 11 apresenta um resumo das relações encontradas no estudo apresentada no tópico 4.2.

Quadro 12 – Relação dos princípios de GC com os indicadores financeiros

	QTOBIN	ROE	EBTMOD	ROA	VEE
ITRANSP	-	-	<	<	>
IEQD	-	-	-	-	-
IPCON	-	-	-	-	-
IRCOR	-	-	-	-	-

Fonte: Elaborado pela autora.

Onde:

- Relação não significante estatisticamente

< Relação estatística negativa

> relação estatística positiva

Apesar do ambiente descrito no tópico 4.2, que trouxe instabilidade econômica ao período de 2011 a 2017, o estudo aponta que com a governança corporativa implementada a empresa mantém o investimento afim de demonstrar ao mercado, em especial aos investidores, confiabilidade, segurança e perenidade.

No período compreendido pelo estudo de 2011 a 2017, a análise de dados em painéis não apresentou relação estatisticamente significativa com os princípios de equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa. Quanto a transparência o Q-Tobin e o ROE também não apresentaram relação estatística significativa e relação negativa com o EBTMOD e ROA, e somente relação positiva com VEE (valor econômico da empresa) que mensura o valor de mercado da empresa, não dependo dos resultados da empresa, mas sim de sua posição perante o mercado investidor.

Quanto as hipóteses apresentadas no quadro 10, refuta-se as hipóteses estabelecidas, pois no período analisado as relações não são significante estatisticamente, podendo justificar-se este resultado parcialmente pelo ambiente externo econômico recessivo.

5. CONCLUSÃO

Este capítulo contempla as conclusões finais do trabalho e as recomendações para pesquisas futuras sugeridas.

5.1 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A economia brasileira passou nas últimas décadas por um período turbulento não somente quanto aos aspectos macroeconômicos (demanda de produto, crise econômicas, financeiras, pacotes governamentais, etc.), mas também em mudanças na estrutura de propriedade e gestão das empresas. As relações acionistas majoritários, minoritários e gestão da empresa (Conselho de Administração/CEO), sofreram grandes modificações e ainda estão sendo modificadas com a reestruturação societária provocada, entre outros aspectos, pelas privatizações no setor público e a entrada de novos sócios nas empresas do setor privado, em especial investidores estrangeiros, que trouxeram novas exigências e desejos de informações, depois de casos fraudulentos como o da Enron.

A Governança Corporativa foi uma das respostas ao mercado investidor, iniciada no Brasil no início dos anos 2000, com um Código de Práticas de Governança Corporativa divulgado pelo IBGC e altamente recomendado pela CVM as empresas de capital aberto, nesse momento a CVM cria os o Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado que já exige as práticas de GC. Essas alterações trouxeram grandes mudanças na gestão da empresa, em sua relação com os acionistas (*shareholders*) e demais partes interessadas (*stakeholders*), clientes, funcionários, fornecedores e comunidade.

O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa apresenta e define o conceito e os princípios para GC, que tem a função objetiva de alinhar interesses das partes interessadas com as dos acionistas, objetivando preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade. Os princípios de GC são: a transparência, a equidade, a Prestação de Contas e a Responsabilidade Corporativa.

E o conceito de governança corporativa adotado nesse estudo foi um conjunto de valores, princípios, propósitos, papéis, regras e processos que regem o sistema de poder e os mecanismos de gestão das empresas, gerenciando ou oportunizando maximização da riqueza dos acionistas de um lado e buscando minimizar oportunismos conflitantes com este fim, inclusive com a minimização do conflito de agência existente entre acionistas minoritários e majoritários.

Existem diversos estudos anteriores que buscaram mensurar e avaliar a Governança Corporativa das empresas, dentre os quais destacam-se: Carvalho da Silva (2002) que propôs uma métrica para mensuração da GC; Lanzana (2004) que apresentou uma relação entre *disclosure*⁸ e GC; Silveira (2004) propôs avaliar os mecanismos de GC e sua influência sobre o desempenho das S/A; Mello (2007) fez uma reavaliação do índice proposto de Carvalho da Silva; e Correia (2008) que propõe um índice de GC para o Brasil, mas nenhum dos estudos anteriores pesquisados que propuseram um índice para mensuração da GC baseado nos princípios de governança corporativa.

Desse GAP encontrado elaborou-se a o problema de pesquisa que propôs mensurar a GC por meio dos seus princípios (transparência, equidade, Prestação de Contas e Responsabilidade Corporativa) e estabelecer a relação entre essa mensuração e indicadores de desempenho econômico-financeiro das empresas do segmento Novo Mercado da B3 no período de 2011 a 2017.

Para se atingir o objetivo geral definido, se desmembrou em 04 (quatro) objetivos específicos. O primeiro e segundo objetivos específicos foram diagnosticar as estruturas de GC das empresas do segmento Novo Mercado da B3, por meio de uma métrica capaz de mensurar os princípios de Governança Corporativa (GC), tendo como base as recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) o que foi realizado por meio do protocolo de pesquisa apresentado no quadro 07, o que resultou em o α de Cronbach foi de 0,981258. Pode-se dizer que estatisticamente o questionário tem consistência interna boa, gerando confiabilidade no questionário analisado, permitindo afirmar que há correlação estatística entre as variáveis. E essa métrica permitiu mensurar os princípios de GC conforme apresentado na Tabela 5.

O terceiro objetivo era calcular os índices econômicos financeiros: Q-Tobin, ROE – Retorno do Patrimônio Líquido, EBITDA Modificado, ROA – Rentabilidade do Ativo e Valor Econômico da Empresa, o que foi apresentado no tópico 4.3.

E por fim o quarto objetivo específico era relacionar a métrica a partir dos princípios de governança corporativa de acordo com o IBGC (código de Boas Práticas) e os índices econômicos financeiros, primeiramente observou-se uma forte correlação entre quase todas as variáveis financeiras, excetuando-se do valor da ação, sendo que as correlações são negativas apenas com o resultado financeiro. Na sequência aplicado o dados em painel, o que permitiu visualizar no período analisado uma relação estaticamente não significativa entre os princípios

⁸ Prestação de Contas

de GC e os indicadores financeiros, com exceção da relação entre o EBTMOD, ROA e VEE, conforme apresentado no tópico 4.3, interpretação dos dados.

A metodologia adotada para a coleta de dados foi um protocolo de pesquisa para as variáveis independentes, e dados coletados na Economatica para as variáveis dependentes e dados financeiros. O tratamento estatístico foi realizado pela análise descritiva e regressão de dados em painel. A análise descritiva permitiu mensurar os princípios de Governança Corporativa e também calcular as medias e desvios padrão dos índices econômicos financeiros em análise. Os dados em painel buscou relacionar os princípios com os índices confirmando ou refutando as hipóteses apresentadas.

As hipóteses da pesquisa foram apresentadas no quadro 10, onde a hipótese nula era que a adoção dos princípios de GC tem relação positiva com os indicadores financeiros, o que refuta as hipóteses estabelecidas, pois no período analisado não há relação estatisticamente significativa, este fato justifica este resultado pelo ambiente externo econômico recessivo.

A hipótese H2 buscou verificar se existe uma correlação positiva entre o índice de transparência e os indicadores econômico-financeiros. Esta foi a única hipótese que obteve relação significativa estatisticamente e ainda não foi só a relação positiva prevista, apresentou uma relação negativa com EBTMOD e ROA e positiva somente com o VEE, conforme apresentado no quadro 11.

A hipótese H3 tinha o intuito de verificar se há uma correlação negativa entre o índice de equidade e os indicadores econômico-financeiros. A tabela 09 a apresenta o teste de correlação de Pearson, nota-se que, em geral, os coeficientes são próximos de zero, indicando inexistência ou fraca correlação entre as variáveis consideradas. Destaca-se também que a maior correlação observada foi entre as variáveis IEQD e VEE, de 0,125, que apesar de fraca, foi considerada significativa ao nível de 5% de significância (valor p de 0,001).

A hipóteses H4, buscou verificar a existência uma correlação positiva entre o índice de prestação de contas (*disclosure*) e os indicadores econômico-financeiros, foi utilizado o teste de correlação de Pearson e os dados em painel, os dois testes obtiveram resultados iguais, ou seja, onde não há relação estatisticamente significativa.

E por fim, a última hipótese, a H5 que buscou identificar se existe uma correlação positiva entre o índice de responsabilidade corporativa e os indicadores econômico-financeiros, onde os testes apontaram resultados estatisticamente não significantes.

Retomando os achados desse estudo apresentados no tópico 4.4, o princípio da transparência apresenta influência negativa significativa na variável dependente EBTMOD (mede o desempenho operacional), ou seja, quanto maior a pontuação de transparência, menor tende a ser o EBTMOD, este fato se justifica pelo cenário econômico desfavorável, que afetou de maneira significativa o resultado das empresas, mas que por outro lado verificou que as empresas continuam investindo em GC como forma de compensação com o mercado investidor.

O segundo achado é que o princípio da transparência, apresenta influência negativa significativa na variável dependente ROA – Retorno do Ativo, isto é, quanto maior a pontuação de transparência, menor tende a ser o ROA. Verificou-se que o ROA nesse período foi quase nulo se descontar a taxa da inflação.

O terceiro achado encontrado foi que o princípio da transparência apresenta influência negativa significativa na variável dependente Valor Econômico da Empresa, isto é, quanto menor a pontuação de transparência, menor tende a ser o Valor Econômico da Empresa, ou seja, podendo se afirmar que os acionistas confiam em empresas que investem na GC de forma a se notar uma empresa transparente perante o mercado investidor.

A teoria MRA contribuiu para a pesquisa ao considerar que a maximização da riqueza do acionista é um ponto vital para a longevidade das empresas, pois ao maximizar o valor para o acionista, todo o valor da empresa estaria sendo maximizado. O acionista é um investidor externo que busca transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa (princípios de GC) nas empresas para aplicarem os seus recursos, assim uma empresa que tem GC um bom e robusto sistema de Governança de Corporativa, atribui mais investidores, o que pode ser comprovado pelo terceiro achado da pesquisa, onde quanto menor o índice de transparência, menor o Valor Econômico da empresa (VEE) que nada mais é que o valor da ação multiplicado pelo número de ações no mercado.

Por fim, conclui-se que no período analisado de 2011 a 2017, apesar de não haver relação estatisticamente significativa entre os princípios mensurados e os indicadores financeiros, o que pode ser explicado pela economia em recessão, nota-se que as empresas do Novo Mercado da B3 buscaram manter nesse período a estrutura de Governança Corporativa no intuito de manter o relacionamento com o mercado investidor buscando maximizar os recursos disponíveis.

Diante dos resultados, surgem novas oportunidades de estudo, como: [i] Replicar a metodologia em uma amostra com os outros segmentos da B3, incluindo o N1 e N2, os quais permitiriam outras comparações estatísticas; [ii] Dividir a amostra em setores e realizar análises por setor; [iii] E por fim, analisar não somente através de análise externas conforme realizado

nesta pesquisa, mas utilizar (IGC) ou propor novos instrumentos medidas de GC interna, no intuito de comparar os resultados.

REFERENCIAS

- Agrawal, A. & Knoeber, C.R., (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and shareholders. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 31, 377-397. Recuperado em 22 de Agosto de 2017 de
- Andrade, L. P. D., Torres Salazar, G. E. R. M. A. N., Leal Calegario, C. L., Soares Silva, S., (2009). Governança Corporativa: Uma Análise da Relação do Conselho de Administração Como Valor de Mercado e Desempenho das Empresas Brasileiras. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 10(4).
- Andrade, A; Rossetti, J. P. (2012) *Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*. 6 Ed. São Paulo: Atlas
- Andrade, L P; Bressan, A A; Iquiapaza, R A; de Melo Moreira, B C; (2013). Determinantes de adesão ao Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBOVESPA e sua relação com o valor da empresa. *Revista Brasileira de Finanças*, 11() 181-213. Recuperado de <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=305828001002>
- Assaf Neto, A. Finanças corporativas e valor. São Paulo: Editora Atlas, 2010.
- B3.(2017) Visão Geral. Recuperado em 22 de Agosto de 2017 de <http://ri.bmfbovespa.com.br/static/ptb/visao-geral.asp?idioma=ptb>
- Bainbridge, S.M., (1993). In Defense Of The Shareholder Wealth Maximization Norm: A Reply To Professor Green, 50 Wash. & Lee L. Rev. 1423, <http://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol50/iss4/5>
- Baptista, M.N; Campos, D.C (2016) *Metodologias de Pesquisa em Ciências: Análise Quantitativa e Qualitativa*. Editora LTC
- Barbosa Filho, Fernando de Holanda. (2017). A crise econômica de 2014/2017. *Estudos Avançados*, 31(89), 51-60. <https://dx.doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890006>
- Beiner, R; Drobetz, W; Schmid, M. M; Zimmerman, H. (2003) An integrated framework of corporate governance and firm valuation – evidence from Switzerland. ECGI – Finance Working Paper n.34, 2004. Recuperado em 22/08/2017 de <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.199.6325&rep=rep1&type=pdf>
- Bhagat, S. and B. Black (2000) “Board Independence and Long-Term Firm Performance,” Working Paper, University of Colorado
- Black, B. (2001). The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review*, 2(2), 89-108. DOI: [10.1016/S1566-0141\(01\)00012-7](https://doi.org/10.1016/S1566-0141(01)00012-7)
- Bland, J. M.; Altman, D. G. (1997) Statistics notes: Cronbach’s alpha. *British Medical Journal*, v.314, n.7080, p. 572
- Bradley, N. (2004). Corporate Governance Scoring and the Link Between Corporate Governance and Performance Indicators: In Search of the Holy Grail. *Corporate Governance: An International Review*. 12. 8-10. [10.1111/j.1467-8683.2004.00338.x](https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2004.00338.x).
- Brainard, W. C. and Tobin, J. (1968), Pitfalls in Financial Model-Building, No 244, Cowles Foundation Discussion Papers, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University, recuperado de <http://EconPapers.repec.org/RePEc:cwl:cwldpp:244> em 24/09/2017

- Brasil, Congresso. Lei 6.404, de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Recuperado em 31 de maio de 2017 de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm
- Brasil, Congresso. Lei 10.303, de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Recuperado em 31 maio 2017 de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm
- Brealey; Myers (2000). Principles of Corporate Finance, Sixth Edition
- Borges, L.F.X.; Serrão, C. F. B. Aspectos de governança corporativa moderna no Brasil. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.12, n.24 , p. [111]-148, dez. 2005
- Cagnin, R. F., Prates, D. M., Freitas, M.C.P. de, e Novais, L. F. (2013). A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012). *Novos estudos CEBRAP*, (97), 169-185. <https://dx.doi.org/10.1590/S0101-33002013000300011>
- Carvalho Da Silva, A. L.; (2002). *A Influência da Estrutura de Controle e Propriedade no Valor, Estrutura de Capital e Política de Dividendos das Empresas Brasileiras*. Tese de Doutorado em Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, Rio de Janeiro, Brasil
- Carvalho da Silva, A. L.; (2005). Governança corporativa e decisões financeiras no Brasil. Rio de Janeiro: Mauad.
- Catapan, A, (2011). Análise da relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. Dissertação. Mestrado em Contabilidade na Universidade Federal do Paraná, recuperado em 21/07/2017 de <http://www.ppgcontabilidade.ufpr.br/wp-content/uploads/2015/05/D062.pdf>
- Catapan, A., Colauto, R. D., & Barros, C. M. E. (2013). A relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 16(2).
- Catapan, A., & Colauto, R. D. (2014). Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010–2012. *Contaduría y Administración*, 59(3), 137-164.
- Cintra, M. A. M., & Farhi, M. (2008). A crise financeira e o global shadow banking system. *Novos estudos CEBRAP*, (82), 35-55. <https://dx.doi.org/10.1590/S0101-33002008000300002>
- Chi, J. (2005), Understanding the Endogeneity Between Firm Value and Shareholder Rights. *Financial Management*, 34: 65–76. doi:10.1111/j.1755-053X.2005.tb00118.x
- Chung, K. H. Pruitt, S.W., (1994), A Simple Approximation of Tobin's q, *Financial Management*, 23, issue 3, recuperado em 24/09/2017 de <http://EconPapers.repec.org/RePEc:fma:fmanag:chung94>.
- Comissão de Valores Mobiliários – CVM. (2002). *Cartilha de recomendações sobre governança corporativa*. Recuperado em 20/08/2016 de <http://www.cvm.gov.br>.
- Correia, L. F.. (2008) Um índice de governança para empresas no Brasil. Tese (doutorado). Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração
- Correia, L.F.; Amaral, H.F.; Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, v.22, n.55, p.45-63.

- Correia, L. F., Amaral, H. F. (2009). A eficiência do conselho de administração como mecanismo de controle dos custos de agência. In *Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC*. Recuperado em 22 de agosto de 2017 de <https://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/view/1048>
- Da Cruz Lubarino, R., de Souza Neto, L. y Amanajás Pena, H. (2013). *A crise europeia e seus reflexos no Brasil*, Observatório de la Economia Latinoamericana, Número 181, 2013. Recuperado em 12/09/2018 de <http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/br/13/crise-europeia-reflexos-brasil>
- De Oliveira Lima, S. H., Oliveira, F. D., de Aquino Cabral, A. C., dos Santos, S. M., & Pessoa, M. N. M. (2015). Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBOVESPA. *REGGE-Revista de Gestão*, 22(2), 187-204.
- Do Nascimento Ferreira, R.; Dos Santos, A. C., MIRANDA LOPES, A. L., CAMARANO NAZARETH, L. G., & APARECIDA FONSECA, R. (2013). Governança corporativa, eficiência, produtividade e desempenho. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 14(4).
- Dias de Moura, Geovanne; Beuren, Ilse Maria; (2011). Conselho de Administração das Empresas de Governança Corporativa Listadas na BM&Fbovespa: análise à luz da entropia da informação da atuação independente. *Revista de Ciências da Administração*, Enero-Abril, 11-37
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of management Review*, 20(1), 65-91.
- Dutra, Marcos Galileu Lorena, & Saito, Richard. (2002). Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(2), 9-27. <https://dx.doi.org/10.1590/S1415-65552002000200003>
- Escudero, S. A. L.; Tinoco, J. E. P. (2008). O Conselho Fiscal e a Governança Corporativa: Transparência e Gestão de Conflitos. 8º. *Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*. Recuperado de 20/08/2016 de <https://periodicos.ufsc.br/index.php/contabilidade/article/view/2175-8069.2011v8n16p175>
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*88, no. 2, p. 288-307 recuperado em 21/07/2017 de <https://doi.org/10.1086/260866>.
- Fama, E.; Jensen, M.(1983) Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, p. 301-327, June, 1983.
- Fávero, L.P.; Belfiore, P.; Silva, F.L.; Chan, B.L. (2009) Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões, Campus, Rio de Janeiro.
- Fávero, L P; (2013). Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. *BBR - Brazilian Business Review*, 10() 131-156. Recuperado de <http://uacm.redalyc.org/articulo.oa?id=123025719006> em 20/09/2017
- Fisher, I. (1919). *The nature of capital and income*. London: The Macmillan Company
- Francis, B.; Hasan, I.; Song, L.; Waisman, M. Corporate governance and investment-cash flow sensitivity: evidence from emerging markets. *Emerging Markets Review*, v.15, p.57-71, 2013. Recuperado em 20 de junho de 2017 de <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1566014112000519>

- Friedman, Milton. 1970. The Social Responsibility of Business is Increase its Profits. New York Magazine, 33, 122–126.
- Friedman, M. (1982) Capitalismo e Liberdade. 3 ed. São Paulo: Editora Nova Cultural
- Folha de São Paulo. Valor das empresas na Bolsa alcança o PIB. Recuperado em 05 de junho de 2017. <http://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi1606200807.htm>
- Fontrudona, J., Sison, A. J. (2006). The Nature of the Firm, Agency Theory and Shareholder Theory: A Critique from Philosophical Anthropology. *Journal of Business Ethics*. 66. 33-42. 10.1007/s10551-006-9052-2.
- Fuji, A.H. (setembro/dezembro 2004), O conceito de lucro econômico no âmbito da contabilidade aplicada. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, São Paulo, n. 36, p. 74 - 86
- Gama Boaventura, J M; Rodrigues Cardoso, F; Simoni da Silva, E; Santos da Silva, R; (2009). Teoria dos Stakeholders e Teoria da Firma: um estudo sobre a hierarquização das funções-objetivo em empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 11(1) 289-307. Recuperado de <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=94712655005>
- Gil, A. C. (2002) Como elaborar projetos de pesquisa. 4. ed. São Paulo: Atlas.
- Gitman, (2010). Princípios de Administração Financeira. 12. ed. São Paulo: Pearson.
- Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A. (2003) **Corporate governance and equity prices**. *Quarterly Journal of Economics* Vol. 118, No. 1, pp. 107-155. Recuperado em 22/08/2017 de <https://ssrn.com/abstract=278920> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.278920>
- Guerra, S. (2007). O Brasil e o círculo virtuoso da governança corporativa. *Jornal Valor Econômico*. Recuperado em 11 de setembro de 2017 de http://bettergovernance.com.br/pdfs/artigo_12.07.2007.pdf
- Guerra, S (2013). Governança corporativa: das crises ao ciclo virtuoso. *Revista ideia Sustentável*. Recuperado em 11 de setembro de 2017 de <http://bettergovernance.com.br/Uploads/Docs/AR15052014-46694.pdf>
- Gujarati, D. (2006). **Econometria Básica**. Tradução de Maria José Cyhlar Monteiro. Rio de Janeiro: Elsevier, 2ª tiragem, 2006.
- Hair, J.F.; Anderson, R.E.; Tatham R.L.; Black W.O. (2005) *Análise Multivariada de Dados*, Bookman.
- Hermalin, B.E., Weisbach, M. S. (2003) Boards Of Directors As An Endogenously Determined Institution: A Survey Of The Economic Literature, FRB New York - *Economic Policy Review*, 2003, v9 (1, Apr), 7-26
- Hicks, J.R. (1987) *Valor e Capital*. São Paulo: Nova Cultural. Coleção Os economistas
- Hill, R. C., Griffiths, W. E., Judge, G. G. **Econometria**. São Paulo: Saraiva, 1999.
- Hora, H. R. M.; Monteiro, G. T. R.; Arica, J. (2010) Confiabilidade em Questionários para Qualidade: Um estudo com o Coeficiente Alfa de Cronbach. *Produto & Produção*, v.11, n.2, p.85-103.

- IBGE (2017). Número de empresas por segmento. Recuperado em 16 de maio de 2017 de <http://brasilemsintese.ibge.gov.br/servicos/numero-de-empresas-por-segmento-de-servico.html>
- IBMEC- Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais. (junho/2011) FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS. Trabalho de Discussão Interna - TDI CEMEC 04. Recuperado em 20 de junho de 2017 de <http://ibmec.org.br/instituto/wp-content/uploads/2014/09/TDI-CEMEC-04-FINANCIAMENTO-DOS-INVESTIMENTOS-CIAS-ABERTAS.pdf>
- IBMEC. Mercado de capitais no Brasil. Recuperado em 20 de junho de 2017 de <http://ibmec.org.br/empresario/o-que-e-mercado-de-capitais/mercado-de-capitais-no-brasil/>
- Instituto brasileiro de governança corporativa.(2009). *A Prática da Sustentabilidade: Desafios vividos por agentes da Governança Corporativa*. coordenação: Cibele de Macedo Salviatto e Carlos Eduardo Lessa Brandão. São Paulo, SP: IBGC
- Instituto Brasileiro De Governança Corporativa. (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. (5.ed.) / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC.
- Instituto Brasileiro De Governança Corporativa. (2016). *Princípios Básicos*. Recuperado em 22/08/2016 de <http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18163>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2017) . *Governança corporativa e boas práticas de comunicação*. São Paulo, SP: IBGC.
- Jensen, M. C.; Meckling, W. H. (1976) Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- Jensen M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*. p831~880
- Jensen, M. C.; Meckling, W. H. (1994).The nature of man. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 7, n. 2, p. 4-19.
- Jensen, M.C (2001). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14, 8–21.
- Lanzana, A. P. Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras. 165 f. 2004. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade Federal de São Paulo (USP), 2004
- Lattin, J.; Carroll, J. D.; Green, P. E. (2011) *Análise de dados multivariados*. São Paulo: Cengage Learning.
- Lazonick, W., & O'sullivan, M. (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and society*, 29(1), 13-35.
- Leal, R. P. C.; Carvalho Da Silva, A.; Valadares, S. (2000) Ownership, Control and Corporate Valuation of Brazilian Companies. Proceedings of the Latin American Corporate Governance Roundtable, São Paulo, April 2000.
- Lindenberg, E., & Ross, S. (1981). Tobin's q Ratio and Industrial Organization. *The Journal of Business*, 54(1), 1-32. Recuperado de://www.jstor.org/stable/2352631 em 24/09/2017.

- Lipton, M., & Lorsch, J. Y. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *Business Lawyer*, 48, 59-77.
- Lopes Fávero, Luiz Paulo; (2013). Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. *BBR - Brazilian Business Review*, Enero-Marzo, 131-156
- Martins, G.A.; THEÓPHILO, C. R. (2016). Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas. São Paulo: Atlas, 2016
- Marques, L. D. (2000). Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão da literatura. Série *Working Papers* do Centro de Estudos Macroeconômicos e Previsão (CEMPRE) da Faculdade de Economia do Porto, Portugal, n. 100.
- Marques, V. A., Alves, R. F. C., Amaral, H. F., & de Souza, A. A. (2015). Relação entre Níveis de Governança, Política de Dividendos, Endividamento e Valor das Empresas Brasileiras. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 3(2), 4-26.
- Melo, J. S. F. (2007) O impacto da governança corporativa no valor de mercado das companhias de capital aberto no Brasil. Dissertação (mestrado)- Programa de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2007.
- Modigliani, F.; Miller, M. *The cost of capital, corporate finance and the theory of investment*. *American Economic Review*, v.48, n.3, p.261-297, 1958. Recuperado em 20 de junho de 2017 de http://lib.cufe.edu.cn/upload_files/other/3_20140507105115_01.pdf
- Monks, R A. G.; Minow, N.(2004). *Corporate governance*. (3 ed.) Blackwell Publishing Ltd.
- Nascimento, A. M.; Bianchi, M. (2005)Um estudo sobre o papel da controladoria no processo de redução de conflitos de agência e de governança corporativa. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE. Recuperado de <http://www.congressosp.fipecafi.org/anais/artigos52005/245.pdf>, em 25/07/2017
- OCDE (2003). Relatório oficial sobre governança corporativa na América Latina. Tradução de Pinheiro Neto Advogados, Danvers – USA: OCDE, 2003. Recuperado de: www.oecd.org/daf/corporate-affairs/.
- OCDE (2016), *Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE*, OECD Publishing, Paris. Recuperado em 22/08/2016 de <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259195-pt>.
- Okimura, R. T. (2003). *Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil*. Master's Dissertation, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, University of São Paulo, São Paulo. doi:10.11606/D.12.2003.tde-11122003-162833. Retrieved 2017-08-15, from www.teses.usp.br
- Okimura, R. T., A. M. Silveira e K. C. Rocha, (2004). Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. XXVIII Enanpad: Encontro Nacional da Anpad, Anais, Curitiba.
- Oliveira, D..P. R..(2015). *Governança Corporativa na prática*. São Paulo: Atlas.
- Oliveira, D. L. de, & Silva, M. Z. da. (2015). (In)Governança Corporativa: Evidências dos Escândalos Corporativos Ocorridos em Empresas Brasileiras. *12º Congresso USP de Iniciação Científica Em Contabilidade*, 1–14. Recuperado em 01/08/2016 de http://www.congressosp.fipecafi.org/anais_congresso.aspx

- Passos, L., Bezerra, A., Coelho, A.C. (2016). Influences of Economic Theories on Accounting Theory: the case of the Objective Function of the Firm. *Journal of Education and Research in Accounting*. 10. 406-419.
- Pearson, K., (1896). Mathematical contributions to the theory of evolution. III. Regression, heredity, and panmixia. *Philosophical Transactions of the Royal Society of London. Series A, containing papers of a mathematical or physical character*, v. 187, p. 253-318, 1896.
- Pellegrineli, A. C.; Arieira, J. De O.; Gimenes, R. M. T. (2012) Mensurando o “Q” de Tobin de empresas brasileiras. *Rev. Ciênc. Empres. UNIPAR, Umuarama*, v. 13, n. 1, p. 51-74.
- Pires, M. C. C. (2016). Política econômica e estabilização: uma breve análise da recessão brasileira. *Brazilian Keynesian Review*, v.2, n.2, p.247-51
- Porter, M. E. (março/abril,1990). *The Competitive Advantage of Nations. Harvard Business review*. Recuperado em 16 de maio de 2017
<http://www.afi.es/ao/The%20competitive%20advantage%20of%20nations%20%28Porter%20HBR%20marzo-abril%201990%29.pdf>
- Procianoy, J. L., Schnorrenberger, A. (2004). A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 58(1), 122-146. <https://dx.doi.org/10.1590/S0034-71402004000100006>
- Procianoy, J. L. e Verdi, R. S. (2009), Adesão aos novos mercados da Bovespa: Novo mercado, Nível 1 e Nível 2 - Determinantes e consequências. *Revista Brasileira de Finanças*, vol. 7, n.º 1, pp. 107-136.
- Richardson, R. J.(2012). Pesquisa social: métodos e técnicas. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- R Development Core Team., R: a language and environment for statistical computing, R Foundation for Statistical Computing: Vienna, Austria, 2015. Disponível em:<<http://www.Rproject.org>>.
- Sampieri, R. H.; Collado, C. F.; Lucio, P. B. (2013) Metodologia de Pesquisa. 5. Ed, São Paulo: McGraw Hill, 2013.
- Sciarretta, Toni. *CVM aprova fusão entre BM&FBovespa e Cetip*. *Jornal Valor econômico*. Recuperado em 20 de junho de 2017 de <http://www.valor.com.br/financas/4910720/cvm-aprova-fusao-entre-bmfbovespa-e-cetip>
- Schilling, V(2017). Globalização, ontem e hoje. Recuperado em 16 de maio de 2017
<http://educaterra.terra.com.br/voltaire/atualidade/globalizacao.htm>
- Shleifer, A. e R. Vishny (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52(2): 737-783
- Silva, A. A. da (2017) Estrutura, análise e interpretação das demonstrações contábeis. 5. ed., São Paulo: Atlas
- Silva, E. C. de (2012) *Governança Corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analista de mercados e pesquisadores*. (3. ed). São Paulo: Atlas.

- Silva, E. C. de (2016) *Governança Corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analista de mercados e pesquisadores*. (4. ed). São Paulo: Atlas.
- Silva, E. G. da. (2011). *Governança Corporativa: históricos, conceitos, perspectivas*. Brasília: Edição do autor.
- Silva, J. P. Da. (2000) *Análise Financeira das Empresas*. 5ª Edição. São Paulo: Atlas.
- Silveira, A. D. M. (2002). *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. Dissertação, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. DOI:10.11606/D.12.2002.tde-04122002-102056. Retrieved 2017-08-15, from www.teses.usp.br
- Silveira, A. D. M. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. DOI:10.11606/T.12.2004.tde-23012005-200501. Retrieved 2017-08-15, from www.teses.usp.br
- Silveira, A. D. M. (2015). *Governança no Brasil e no mundo: teoria e prática*. 2ed. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Silveira, A. D. M., Yoshinaga, C. E., Borba, P. R. F. (2005). Crítica à teoria dos stakeholders como função – objetivo corporativo. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 12, n. 1, p. 33-42.
- Silveira, A. D. M., Lanzana, A. P., Barros, L. A., Famá, R. (2004) Efeito dos Acionistas Controladores no Valor das Companhias Abertas Brasileiras. **RAUSP – Revista de Administração de Empresas da Universidade de São Paulo**. v. 39, n.4, outubro/novembro/dezembro, p. 362-372.
- Sijtsma, K. (2009) On the use, the misuse, and the very limited usefulness of Cronbach's Alpha. *Psychometrika*, v.74, n.1, p.107-120
- Smith, D. G. (1998). *The Shareholder Primacy Norm*. *Journal of Corporate Law*, 23(2), pp. 276-323. Recuperado em 16/08/2017 de http://digitalcommons.law.byu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1027&context=faculty_scholars_hip
- Solomons, D. (1971). *Economic and accounting concepts of income*. *The Accounting Review*, Jan.
- Sundaram, A.; Inkpen, A. (2004). *The Corporate Objective Revisited*. Recuperado em 21/07/2017 de SSRN: <https://ssrn.com/abstract=293219> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.293219>
- Teacher, Law. (November 2013). *Criticisms Of Shareholder And Stakeholder Debate Business Law Essay*. Retrieved from <https://www.lawteacher.net/free-law-essays/business-law/criticisms-of-shareholder-and-stakeholder-debate-business-law-essay.php?cref=1>
- Vaccaro, A.; Fontrodona, J. *The myth of corporate transparency*. Recuperado em 22/08/2016 de http://www.economist.com/blogs/newsbook/2010/09/myth_corporate_transparency.
- Williamson, O.E. *Economic organization: The case for candor*. *Academy of Management Review*, 21: 48-57, 1996.

Apêndice A

Continua

CLASSIFICAÇÃO SETORIAL DAS EMPRESAS E FUNDOS NEGOCIADOS NA B#				
SETOR ECONÔMICO	SUBSETOR	SEGMENTO	LISTAGEM	
			CÓDIGO	SEGMENTO
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Exploração, Refino e Distribuição		
		COSAN	CSAN	NM
		OGX PETROLEO	OGXP	NM
		PETRORIO	PRIO	NM
		QGEP PART	QGEP	NM
		ULTRAPAR	UGPA	NM
		Equipamentos e Serviços		
		LUPATECH	LUPA	NM
		OSX BRASIL	OSXB	NM
		Materiais Básicos	Mineração	Minerais Metálicos
MMX MINER	MMXM			NM
Minerais Não Metálicos				
CCX CARVAO	CCXC			NM
Siderurgia e Metalurgia				
Artefatos de Cobre				
PARANAPANEMA	PMAM			NM
Químicos				
Fertilizantes e Defensivos				
FER HERINGER	FERH			NM
Madeira e Papel				
Madeira				
DURATEX	DTEX			NM
Papel e Celulose				
FIBRIA	FIBR			NM
Materiais Diversos				
Materiais Diversos				
MAGNESITA SA	MAGG	NM		
Bens Industriais	Construção e Engenharia	Produtos para Construção		
		ETERNIT	ETER	NM
		PORTOBELLO	PTBL	NM
		Serviços Diversos		
		MILLS	MILS	NM
		Material Aeronáutico e de Defesa		
		EMBRAER	EMBR	NM
		Material Rodoviário		
TUPY	TUPY	NM		
	Máquinas e Equipamentos	Motores, Compressores e Outros		
		WEG	WEGE	NM
		Máq. e Equip. Industriais		
		INDS ROMI	ROMI	NM
		METALFRIO	FRIO	NM
		Transporte Ferroviário		
		COSAN LOG	RLOG	NM
		RUMO LOG	RUMO	NM
		Transporte Hidroviário		
		LOG-IN	LOGN	NM
		Transporte Rodoviário		
		JSL	JSLG	NM
		TEGMA	TGMA	NM
		Exploração de Rodovias		

				continuação
		CCR SA	CCRO	NM
		ECORODOVIAS	ECOR	NM
		TRIUNFO PART	TPIS	NM
		Serviços de Apoio e Armazenagem		
		PRUMO	PRML	NM
	Serviços Diversos	Serviços Diversos		
		CONTAX	CTAX	NM
		CSU CARDSYST	CARD	NM
		VALID	VLID	NM
Consumo não Cíclico	Agropecuária	Agricultura		
		BRASILAGRO	AGRO	NM
		POMIFRUTAS	FRTA	NM
		SLC AGRICOLA	SLCE	NM
		TERRA SANTA	TESA	NM
	Alimentos Processados	Açúcar e Alcool		
		BIOSEV	BSEV	NM
		SAO MARTINHO	SMTO	NM
		Carnes e Derivados		
		BRF SA	BRFS	NM
		JBS	JBSS	NM
		MARFRIG	MRFG	NM
		MINERVA	BEEF	NM
		M.DIASBRANCO	MDIA	NM
	Produtos Uso Pessoal e Limpeza	Produtos de Uso Pessoal		
		NATURA	NATU	NM
	Diversos	Produtos Diversos		
		HYPERMARCAS	HYPE	NM
Consumo Cíclico	Construção Civil	Edificações		
		CR2	CRDE	NM
		CYRELA REALT	CYRE	NM
		DIRECIONAL	DIRR	NM
		EVEN	EVEN	NM
		EZTEC	EZTC	NM
		GAFISA	GFSA	NM
		HELBOR	HBOR	NM
		JHSF PART	JHSF	NM
		MRV	MRVE	NM
		PDG REALT	PDGR	NM
		RODOBENSIMOB	RDNI	NM
		ROSSI RESID	RSID	NM
		TECNISA	TCSA	NM
		TRISUL	TRIS	NM
		VIVER	VIVR	NM
	Tecidos, Vestuário e Calçados	Fios e Tecidos		
		SPRINGS	SGPS	NM
		Vestuário		
		CIA HERING	HGTX	NM
		Calçados		
		GRENDENE	GRND	NM
		Acessórios		
		TECHNOS	TECN	NM

continuação			
Utilidades Domésticas	Móveis		
	UNICASA	UCAS	NM
Automóveis e Motocicletas	Automóveis e Motocicletas		
	IOCHP-MAXION	MYPK	NM
	METAL LEVE	LEVE	NM
Mídia	Jornais, Livros e Revistas		
	SOMOS EDUCA	SEDU	NM
	Restaurante e Similares		
	IMC S/A	MEAL	NM
	Produção de Eventos e Shows		
	TIME FOR FUN	SHOW	NM
	Viagens e Turismo		
	CVC BRASIL	CVCB	NM
Diversos	Serviços Educacionais		
	ANIMA	ANIM	NM
	ESTACIO PART	ESTC	NM
	KROTON	KROT	NM
	SER EDUCA	SEER	NM
	Aluguel de carros		
	LOCALIZA	RENT	NM
	LOCAMERICA	LCAM	NM
	Programas de Fidelização		
	MULTIPLUS	MPLU	NM
	SMILES	SMLE	NM
Comércio	Tecidos, Vestuário e Calçados		
	AREZZO CO	ARZZ	NM
	LE LIS BLANC	LLIS	NM
	LOJAS MARISA	AMAR	NM
	LOJAS RENNER	LREN	NM
	Eletrodomésticos		
	MAGAZ LUIZA	MGLU	NM
	Produtos Diversos		
	B2W DIGITAL	BTOW	NM
Saúde	Medicamentos e Outros Produtos		
	OUROFINO S/A	OFSA	NM
	Análises e Diagnósticos		
	ALLIAR	AALR	NM
	FLEURY	FLRY	NM
	ODONTOPREV	ODPV	NM
	QUALICORP	QUAL	NM
	Comércio e Distribuição		
	Medicamentos e Outros Produtos		
	BR PHARMA	BPHA	NM
	PROFARMA	PFRM	NM
	RAIADROGASIL	RADL	NM
Tecnologia da Informação	Computadores e Equipamentos		
	POSITIVO INF	POSI	NM
	Programas e Serviços		
	IDEIASNET	IDNT	NM

			conclusão	
		LINX TOTVS	LINX TOTS	NM NM
Telecomunicações	Telecomunicações	Telecomunicações		
		TIM PART S/A	TIMP	NM
Utilidade Pública	Energia Elétrica	Energia Elétrica		
		CPFL ENERGIA	CPFE	NM
		CPFL RENOVAV	CPRE	NM
		ENERGIAS BR	ENBR	NM
		ENEVA	ENEV	NM
		ENGIE BRASIL	EGIE	NM
		EQUATORIAL	EQTL	NM
		LIGHT S/A	LIGT	NM
	Água e Saneamento	Água e Saneamento		
		COPASA	CSMG	NM
		SABESP	SBSP	NM
Outros	Exploração de Imóveis	Exploração de Imóveis		
		ALIANSC	ALSC	NM
		BR MALLS PAR	BRML	NM
		BR PROPERT	BRPR	NM
		CYRE COM-CCP	CCPR	NM
		GENERALSHOPP	GSHP	NM
		IGUATEMI	IGTA	NM
		SAO CARLOS	SCAR	NM
		SIERRABRASIL	SSBR	NM
		Intermediação Imobiliária		
		BR BROKERS	BBRK	NM
		LOPES BRASIL	LPSB	NM

Fonte: Elaborado pela autora com dados da B3.